



UNIVERSITÀ DI PISA

Dipartimento di Economia e Management

Corso di Laurea Magistrale in Strategia, Management e Controllo

Tesi di laurea

Il project financing nella Pubblica Amministrazione

Esperienze applicative e implicazioni gestionali

Candidato

Savino Viscillo

Relatore

Chiar.mo Prof. Simone Lazzini

Anno Accademico 2012/2013

Alla mia famiglia

INDICE

| | |
|--------------------|---|
| INTRODUZIONE | I |
|--------------------|---|

CAPITOLO 1 IL PROJECT FINANCING IN ITALIA

| | |
|--|----|
| 1.1 Dalla finanza d'impresa alla finanza di progetto | 1 |
| 1.2 Origini ed evoluzione del project financing | 5 |
| 1.3 Il quadro normativo | 7 |
| 1.3.1 La legge 498/92 (Interventi urgenti in materia di Finanza Pubblica) | 9 |
| 1.3.2 La legge 109/94 (Legge Merloni) | 9 |
| 1.3.3 La legge 216/95 (Legge Merloni-bis) | 12 |
| 1.3.4 La Legge n. 415/1998 (Legge Merloni-ter) | 13 |
| 1.3.5 La Legge n. 166/2002 (Legge Merloni-quater)..... | 15 |
| 1.3.6 La Legge n. 62/2005 | 16 |
| 1.3.7 Il D.Lgs. n. 163/2006 (Il nuovo Codice degli Appalti) | 17 |
| 1.3.8 Il D.Lgs. n. 152/2008 | 18 |
| 1.4 Il project financing in Italia | 20 |
| 1.5 Partenariato Pubblico Privato e Opere Pubbliche | 22 |

CAPITOLO 2 LE CARATTERISTICHE DEL PROJECT FINANCING

| | |
|----------------------------------|----|
| 2.1 I soggetti coinvolti | 28 |
| 2.1.1 Le autorità pubbliche..... | 29 |

| | |
|---|----|
| 2.1.2 La società di progetto | 31 |
| 2.1.3 I promotori | 32 |
| 2.1.4 Gli esperti indipendenti | 34 |
| 2.1.5 I realizzatori dell'opera | 34 |
| 2.1.6 Il gestore..... | 36 |
| 2.1.7 Gli acquirenti..... | 36 |
| 2.1.8 I fornitori | 37 |
| 2.1.9 Le banche | 37 |
| 2.2 Le fasi di un'operazione di project financing | 43 |
| 2.2.1 Progettazione..... | 43 |
| 2.2.2 Realizzazione | 47 |
| 2.2.3 Gestione..... | 48 |
| 2.3 Le tecniche del project financing..... | 49 |

CAPITOLO 3

I RISCHI IN UN'OPERAZIONE DI PROJECT FINANCING

| | |
|--|----|
| 3.1 Il fattore rischio..... | 52 |
| 3.1.1 I rischi in un'operazione di project financing | 53 |
| 3.1.2 I rischi della fase pre-operativa | 54 |
| 3.1.3 I rischi della fase di gestione | 58 |
| 3.1.4 I rischi comuni..... | 62 |
| 3.2 Il security package | 68 |
| 3.3. Lo studio di fattibilità economico-finanziaria | 70 |
| 3.3.1 Il pay-back-period | 73 |
| 3.3.2 Il valore attuale netto..... | 75 |
| 3.3.3 Il tasso interno di rendimento..... | 76 |
| 3.3.4 L'analisi del servizio del debito | 79 |
| 3.3.5 L'analisi di sensitività | 82 |

CAPITOLO 4
REALIZZAZIONE DI UN PARCHEGGIO MULTIPIANO MEDIANTE
PROJECT FINANCING

| | |
|---|---------|
| 4.1 Il progetto..... | 85 |
| 4.2 Lo studio di fattibilità economico-finanziaria del progetto | 89 |
| 4.2.1 Le assunzioni del piano economico-finanziario..... | 90 |
| 4.2.3 Il piano economico finanziario..... | 92 |
| 4.3 Valutazioni finali | 102 |
| <i>CONCLUSIONI</i> | 109 |
| <i>BIBLIOGRAFIA</i> | 111 |

INTRODUZIONE

I limiti sempre più stringenti al finanziamento pubblico degli investimenti e l'esigenza di realizzare un sistema infrastrutturale almeno di pari livello rispetto a quello di altre nazioni, hanno fatto incrementare l'interesse nei confronti di una nuova metodologia di finanziamento: il project financing.

Con tale strumento finanziario l'opera viene progettata, realizzata e gestita da un soggetto privato rientrando, al termine della concessione, nella piena disponibilità dell'Amministrazione Pubblica concedente.

Il project financing consente, quindi, di limitare sensibilmente la spesa pubblica in quanto la Pubblica Amministrazione non partecipa o partecipa solo in parte al finanziamento dell'opera.

Tale strumento, inoltre, prevede che la principale fonte di pagamento del debito contratto dal soggetto privato sia costituita dai flussi di cassa derivanti dall'utilizzo economico del bene. Ma affinché ciò possa verificarsi è necessario che la realizzazione e gestione dell'opera siano ispirati a criteri di efficienza che soltanto i soggetti privati possono garantire nella misura più ampia.

Il presente lavoro è suddiviso in quattro parti: nel primo capitolo dopo aver individuato le origini e delineato il quadro normativo dello strumento in esame, viene analizzato il mercato del project financing nel nostro paese e le diverse forme di collaborazione tra pubblico e privato.

Nel secondo capitolo, invece, sono state analizzate le tre fasi in cui è possibile suddividere un'operazione di finanza di progetto: progettazione, realizzazione e

gestione dell'opera. La trattazione continua con la descrizione dei diversi soggetti che possono, a vario titolo, partecipare ad un'iniziativa di project financing.

L'identificazione e la gestione delle diverse tipologie di rischio e lo studio di fattibilità economico-finanziaria che ha l'obiettivo di verificare sia la convenienza economica che la capacità dell'iniziativa di generare flussi di cassa sufficienti a garantire il rimborso del debito ed un'adeguata remunerazione del capitale di rischio, rappresentano, invece, l'oggetto del terzo capitolo.

Nel quarto capitolo, infine, viene analizzato, grazie ad una simulazione del piano economico finanziario, un esempio concreto di project financing.

Ringraziamenti

Un'importante considerazione di riconoscenza va al prof. Simone Lazzini per l'aiuto e il sostegno fornitomi durante la stesura della tesi.

Ringrazio con affetto la mia famiglia che mi ha sempre sostenuto, incoraggiato e appoggiato durante gli anni di studio. Ringrazio, in maniera particolare, i miei genitori, un vero punto di riferimento, senza i quali non avrei mai potuto tagliare questo importante traguardo.

Un grazie speciale va a Maria Pia che con amore, pazienza e fiducia è sempre lì, al mio fianco.

Desidero, infine, ringraziare gli amici con i quali ho condiviso anni indimenticabili.

CAPITOLO 1

IL PROJECT FINANCING IN ITALIA

SOMMARIO: 1.1.Dalla finanza d'impresa alla finanza di progetto – 1.2. Origini ed evoluzione del project financing – 1.3.Il quadro normativo – 1.3.1.La legge 498/92 (Interventi urgenti in materia di Finanza Pubblica) - 1.3.2.La legge 109/94 (Legge Merloni) - 1.3.3.La legge 216/95 (Legge Merloni-bis) - 1.3.4.La Legge n. 415/1998 (Legge Merloni-ter) - 1.3.5.La Legge n. 166/2002 (Legge Merloni-quater) - 1.3.6.La Legge n. 62/2005 - 1.3.7.Il D.Lgs. n. 163/2006 (Il nuovo Codice degli Appalti) -1.3.8.Il D.Lgs. n. 152/2008 - 1.4.Il project financing in Italia - 1.5.Partenariato Pubblico Privato e Opere Pubbliche.

1.1.Dalla finanza d'impresa alla finanza di progetto

Con il termine project financing si indica una metodologia di finanziamento costituita in funzione di uno specifico progetto che si intende realizzare¹. Le operazioni di project financing possono avere degli elementi comuni, rispondere alle stesse finalità, essere strutturate utilizzando le stesse metodologie di analisi e di decisione ma al tempo stesso ogni operazione ha delle caratteristiche proprie che le differenziano dalle altre². Possiamo affermare che il project financing è un'operazione di finanziamento che ha ad oggetto un determinato investimento il quale a sua volta viene valutato e successivamente finanziato da azionisti e banche principalmente per la sua capacità di generare ricavi, e dove i flussi di cassa connessi alla gestione costituiscono la fonte primaria per la remunerazione del capitale di rischio e di debito. Il project financing rappresenta un nuovo strumento, differente dal tradizionale finanziamento, infatti, mentre quest'ultimo si basa sulla valutazione di rimborso da parte del soggetto

¹ La più autorevole definizione di project financing è quella di P.K.Nevitt che in un approfondimento della materia ne parla come “ un'operazione di finanziamento di una particolare unità economica nella quale un finanziatore è soddisfatto di considerare, sin dallo stadio iniziale, il flusso di cassa e gli utili dell'unità economica in oggetto come la sorgente dei fondi che consentirà il rimborso del prestito e le attività dell'unità economica come garanzia collaterale del prestito”.

² Cfr. G.Imperatori, *Il project financing. Una tecnica, una cultura, una politica*, Il Sole 24 Ore, Milano 1995, pag. 45.

finanziato, la finanza di progetto identifica nei cash flow attesi la principale garanzia dell'indebitamento.

La finanza di progetto, quindi, come ha affermato lo studioso Imperatori, non è solo un nuovo strumento finanziario ma un nuovo metodo di contrattazione, di rapporto con il mercato, una precisa scelta politica. Un nuovo *modus operandi*.

In questo capitolo, dopo aver analizzato le caratteristiche principali della finanza di progetto e le differenze con la finanza d'impresa, si procederà con l'analisi del profilo normativo, soffermandoci, inoltre, anche sulle applicazioni e sul mercato del project financing nel nostro Paese.

Gli strumenti di analisi economica e finanziaria degli investimenti attraverso i quali le banche decidono di erogare un determinato finanziamento possono essere suddivisi per semplicità e chiarezza in due macro categorie: strumenti di selezione e valutazione delle imprese e strumenti di selezione e valutazione dei progetti.

Attraverso gli strumenti appartenenti alla prima categoria le banche cercano di esprimere un giudizio sull'equilibrio economico-finanziario dell'impresa e sugli effetti che i nuovi investimenti e quindi finanziamenti possono provocare su tale equilibrio³.

Con gli strumenti appartenenti alla seconda categoria, invece, le banche valutano se un determinato progetto, e non altre attività svolte dall'imprenditore, merita di essere finanziato (merito di credito). I creditori prendono in considerazione l'equilibrio economico-finanziario del solo progetto che risulta essere giuridicamente ed economicamente indipendente dalle altre iniziative dell'impresa che lo realizza.

I modelli di finanziamento, quindi, possono essere suddivisi in:

- *finanza d'impresa*: la banche dopo aver effettuato opportune valutazioni concedono finanziamenti direttamente all'impresa al fine di coprire il fabbisogno finanziario che deriva da una determinata iniziativa imprenditoriale. In questo caso, la banca effettua una valutazione congiunta impresa-progetto: oltre a giudicare l'iniziativa imprenditoriale, valuterà anche la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica propria dell'impresa. I dati di bilancio rappresentano la maggiore garanzia di successo dell'operazione⁴.

³ Cfr. G.Imperatori, op. cit. pag. 25.

⁴ Cfr. G.Forestieri, *Corporate and Investment Bankig*, Egea, 2000

- *finanza di progetto*: i creditori concedono finanziamenti non all'impresa bensì ad un soggetto creato ad hoc dai promotori: la società progetto o società veicolo (Special Purpose Vehicle). I promotori, denominati anche sponsor, e la società veicolo sono dei soggetti che godono di una propria autonomia giuridica ed economica, di conseguenza, in caso di inadempienze nel rimborso del debito, il creditore non potrà aggredire il patrimonio dello sponsor ma solo quello dello SPV. In questa fattispecie le banche prima di concedere o meno un determinato finanziamento non potranno fare affidamento sull'attività svolta dall'impresa e sulla sua situazione patrimoniale, economica e finanziaria, ma dovranno prendere in considerazione la sola fattibilità economica del progetto ovvero, la sua redditività e la sua capacità di far fronte al costo del debito. Il più delle volte, infatti, nei contratti di finanziamento vi sono clausole no-recourse (senza rivalsa) che impediscono alla banca di aggredire il patrimonio dei soggetti promotori nel caso in cui il progetto dovesse fallire. È possibile, inoltre, imbattersi anche nelle clausole limited recourse (rivalsa limitata): in questo caso tali clausole consentono alle banche di rivalersi, anche se marginalmente e in maniera tale da non garantire un rientro completo dei costi, sul patrimonio delle imprese promotrici.

Assumono, quindi, elevata importanza per decidere se optare o meno per tale strumento gli studi di fattibilità e le proiezioni finanziarie posti in essere per accertare i flussi di cassa futuri attraverso i quali sarà possibile rimborsare il debito, coprire i bisogni di cassa e le spese operative, generare margini di profitto.

Il project financing, quindi, non è una metodologia di finanziamento che affonda le sue radici nella capacità di credito del promotore o nell'insieme degli assets che un'impresa è in grado di vantare, ma è una metodologia di finanziamento che dipende principalmente dalla capacità del progetto di ripagare il debito contratto (le principali differenze tra le due metodologie sono presenti nella tab. 1.1.).

La finanza di progetto, dunque, rientra nell'insieme della finanza strutturata che accoglie tutte quelle operazioni, come anche la securitization o cartolizzazione⁵ e le operazioni di leveraged acquisitions⁶, in grado di autofinanziarsi.

⁵ Operazione che prevede l'acquisto di asset aziendali da parte della banca tramite una SPV, a condizione che la gestione sia in grado di portare gli asset a generare dei flussi di cassa.

Per quanto riguarda il nostro Paese dal secondo dopoguerra fino ad oggi ha prevalso un approccio finanziario basato sulla valutazione dell'impresa. Quasi del tutto assente, invece, è stato l'approccio al finanziamento di progetti giuridicamente ed economicamente separati dalle imprese promotrici. La scarsa attenzione nei confronti della finanza di progetto trova le sue determinanti principali in alcune caratteristiche strutturali del nostro sistema economico-finanziario postbellico come ad esempio: l'arretratezza dei mercati finanziari, il ruolo centrale dello Stato nell'economia e la ridotta internazionalizzazione delle imprese attraverso joint-venture internazionali⁷. A partire, però, dagli anni Novanta, la finanza di progetto è riuscita a conquistare l'attenzione di banche, imprese e governi soprattutto per far fronte alla competizione globale e al processo di internazionalizzazione.

Tab 1.1 Finanza d'impresa e finanza di progetto a confronto

| | <i>Corporate finance</i> | <i>Project finance</i> |
|---|---|---|
| <i>Trattamento contabile</i> | On balance | Off balance |
| <i>Valutazione su cui si basa l'affidamento</i> | Relazioni di clientela, redditività, solidità patrimoniale, flussi di cassa prospettici complessivi generati dalla gestione aziendale | Flussi di cassa futuri generati dal progetto |
| <i>Garanzie per il finanziamento</i> | Patrimonio del prestatore di fondi | Assest del progetto. Garanzie di natura contrattuale |
| <i>Gradi di leva utilizzabile</i> | Ridotto (dipende dalla struttura finanziaria del prestatore) | Elevato (dipende dai cash flow generati dal progetto) |
| <i>Effetti sull'elasticità finanziaria</i> | In diminuzione l'elasticità finanziaria del prestatore | Quasi nessun effetto sull'economia degli sponsor |

Fonte: G.Forestieri, *Corporate and investment banking*, Egea, Milano, 2007.

⁶ Operazioni tecnicamente simili al project finance, dove lo SPV è costituita con lo scopo di acquisire un'altra azienda, la quale finirà nel suo attivo ad acquisizione completata.

⁷ Cfr. G.Imperatori, op.cit. pag. 26.

1.2. Origini ed evoluzione del project financing

Il project financing nasce negli anni Trenta in Texas e in Oklahoma. In quegli anni la maggior parte delle aziende che operavano nel settore petrolifero non possedevano né risorse finanziarie né una solida struttura patrimoniale per poter accedere ai tradizionali finanziamenti bancari. Gli amministratori di tali aziende, però, intuirono che il flusso di reddito che poteva fuoriuscire dai loro giacimenti petroliferi avrebbe potuto rappresentare la condizione necessaria e sufficiente per poter accedere a crediti bancari. Nacque così una nuova metodologia di finanziamento che provocò conseguenze rilevanti sia sul piano legislativo che sul piano tecnico⁸.

Relativamente al primo aspetto, negli Stati Uniti la common law ha rappresentato un terreno fertile ed ideale per l'impiego del project financing. Infatti, la common law è un diritto di tipo consuetudinario ovvero, viene in essere una determinata norma solo dopo che si è realizzata una consuetudine. Ogni soggetto ha la possibilità di stipulare accordi anche non disciplinati dal proprio ordinamento, creando in questo modo una consuetudine, quindi in un secondo momento il legislatore si preoccuperà di emanare o meno una norma che la regoli.

Gli amministratori delle società petrolifere dell'Oklahoma e del Texas stipularono contratti con diversi finanziatori in piena libertà e solo in un secondo momento il legislatore si è preoccupato di redigere una serie di norme che regolassero questa nuova tipologia di finanziamento. Secondo, invece, la civil law, a cui fa riferimento il nostro ordinamento giuridico, un soggetto può agire liberamente solo se tale comportamento è regolato da specifiche norme. Prima la legge dopo l'azione⁹.

In termini di project financing tale differenza risulta essere fondamentale. Chi opera in regime di common law, avvalendosi della cosiddetta “freedom of contract”, può raggiungere risultati molto soddisfacenti essendo le interferenze esterne, legislative e giuridiche, pressoché inesistenti. Inoltre, il diritto anglosassone si basa sul principio dell'adempimento assoluto: “when the part by his own contract creates a duty or charge upon himself, he is bound to make it good, if he may, notwithstanding any accident by inevitable necessity, because he might have provided against in by his contract”¹⁰. Le

⁸ Cfr. C. Tamarowski, *Project financing e opere pubbliche in Italia. Il settore delle costruzioni*, Egea, Milano, 2001 pag.3.

⁹ Cfr. M.E Kleckner, *Il project financing e il diritto italiano*, in W. Ternau (a cura di), *Project Financing*, Angeli, 1996, pag. 73.

¹⁰ L'adempimento assoluto è un principio che è stato formulato nel 1647 e fa riferimento al contezioso sorto in Inghilterra tra due soggetti: Pardine e Jaine. “ Quando la parte mediante un proprio contratto

parti, quindi, devono aver calcolato razionalmente ogni effetto del contratto da loro stipulato, di conseguenza tale principio conferisce ad ogni operazione un elevato grado di stabilità dal quale deriva la possibilità di dar vita a strutture contrattuali certe, sicure e non modificabili.

Per quanto riguarda, invece, l'ordinamento domestico, i contratti devono essere stipulati secondo le diverse norme previste al fine di evitare interventi da parte dell'autorità giudiziaria che possono provocare l'annullamento, la risoluzione o la nullità del contratto. Inoltre anche il Codice Civile riconosce che la volontà "ha forza di legge tra le parti"¹¹ ma al tempo stesso l'art. 1374 c.c. recita: " il contratto obbliga le parti non solo a quanto è nel medesimo espresso, ma anche a tutte le conseguenze che ne derivano secondo la legge o, in mancanza, secondo gli usi e l'equità". La volontà tra le parti espressa nel contratto è soggetta ad una possibile interpretazione da parte del giudice¹². Il contratto, quindi, stipulato secondo le norme dettate dal nostro ordinamento giuridico risulta essere privo della caratteristica della certezza di cui invece risulta essere dotato un "contratto anglosassone".

Tutte queste differenze rappresentano una delle cause che hanno provocato il ritardo dell'introduzione del project financing in Italia. Solo di recente il nostro legislatore, grazie all'introduzione di diverse norme, ha reso possibile l'applicazione della finanza di progetto anche nel nostro Paese, principalmente nella realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità.

Per quanto riguarda, invece, il piano tecnico, il project financing richiede delle capacità specifiche da parte di ogni singolo soggetto che partecipa all'operazione. Tra i soggetti che partecipano a tale operazione uno dei ruoli più delicati viene svolto dalle banche, le quali decidono di finanziare un determinato progetto dopo aver effettuato uno studio di fattibilità economico-finanziaria. Nel nostro continente ci sono molte grandi banche abituate a destreggiarsi nel complicato insieme della finanza di progetto. Queste banche, grazie al proprio know-how e ad una clientela consolidata in tema di project financing, sono in grado di offrire un servizio di consulenza di elevato livello attraverso un gruppo autonomo che si dedica esclusivamente alla realizzazione del progetto.

istituisce un obbligo o un onere su se stesso, egli è tenuto a soddisfarlo, se può, malgrado qualunque impedimento dovuto a necessità inevitabile, perché egli avrebbe dovuto prevederlo con il suo contratto".

¹¹ Art. 1372 c.c.

¹² Cfr. C. Tamarowski, op.cit., pag.4.

Questi gruppi autonomi collaborano in stretto rapporto con il cliente cercando di realizzare la migliore struttura legale e contrattuale ¹³.

In Italia, invece, fino al 1993, anno nel quale venne abrogata in parte la legge bancaria del 1936¹⁴, vigeva una netta separazione fra banca e impresa e fra credito a breve e medio lungo termine che ha provocato una progressiva perdita di informazioni da parte della banca sulla realtà industriale. Il credito a breve, o almeno formalmente a breve è stato per lungo tempo l'unica forma di credito esistente provocando una scarsa attenzione all'innovazione e uno scollamento tra la finanza e l'economia reale¹⁵.

Inoltre, la mancata creazione di un moderno mercato finanziario basato sul capitale di rischio e la crescente presenza dello Stato nei progetti da realizzare hanno spostato la valutazione del merito di credito non sulla validità del progetto bensì sulla capacità patrimoniale dell'impresa.

In questo scenario, l'introduzione del project financing deve essere concepito dalle banche come un'opportunità, un'occasione per diffondere all'interno del proprio sistema una cultura di progettazione tecnica e finanziaria orientata al medio lungo periodo, per spostare la valutazione del merito di credito dall'impresa al progetto. Per ridurre il gap finanziario con le economie più avanzate.

1.3. Il quadro normativo

Il più delle volte il ricorso al project financing è legato alla realizzazione di opere di interesse pubblico, si pensi ad esempio a ponti, strade, parcheggi o anche ad infrastrutture a rete destinate all'erogazione di servizi di pubblica utilità come acquedotti, centrali di produzione di energia elettrica e così via. In tutti questi casi le attività di project financing sono legate ad un atto pubblico che autorizza l'iniziativa

¹³ Cfr. C. Tamarowski, op. cit. pag. 5

¹⁴ Una prima parte della legge di riforma bancaria del 1936 (tuttora in vigore) definì la Banca d'Italia "istituto di diritto pubblico" e le affidò definitivamente la funzione di emissione; gli azionisti privati vennero espropriati delle loro quote, che furono riservate a enti finanziari di rilevanza pubblica; alla Banca fu proibito lo sconto diretto agli operatori Banca non bancari, sottolineando così la sua funzione di banca delle banche. Una seconda parte della legge (abrogata quasi interamente nel 1993) fu dedicata alla vigilanza creditizia e finanziaria: essa ridisegnò l'intero assetto del sistema creditizio nel segno della separazione fra banca e industria e della separazione fra credito a breve e a lungo termine; definì l'attività bancaria funzione di interesse pubblico; concentrò l'azione di vigilanza nell'Ispettorato per la difesa del risparmio e l'esercizio del credito (organo statale di nuova creazione), presieduto dal Governatore e operante anche con mezzi e personale della Banca d'Italia, ma diretto da un Comitato di ministri presieduto dal capo del Governo. Cfr. V. Azzolini, *Dall'istituzione della banca d'Italia alla legge bancaria del 1936*, in www.bancaditalia.it.

¹⁵ Cfr. G. Imperatori, op. cit. pag. 15

imprenditoriale e ne fissa termini e condizioni: la concessione di lavori pubblici, disciplinata dalla Legge Quadro¹⁶ n. 109 del 1994 (Legge Merloni).

Nel corso degli anni Novanta sono state introdotte diverse norme nel nostro ordinamento al fine di regolare l'istituto del project financing, nei confronti del quale vi era un interesse sempre maggiore. Al tempo stesso, il caos derivante da tangenti e tangenti aveva portato ad un progressivo abbandono della concessione poiché ritenuta una delle cause principali di inquinamento del rapporto tra politica ed economia. Ma il nostro Paese non aveva, e non ha tuttora, bisogno della logica del divieto e della negazione bensì di una pubblica amministrazione che, nel rispetto delle regole di correttezza e trasparenza, sia in grado di perseguire politiche di sviluppo locale e di benessere della collettività¹⁷. La pubblica amministrazione è chiamata, quindi, ad “amministrare” in modo corretto e trasparente l'istituto della concessione e al tempo stesso trattare in modo leale con il sistema imprenditoriale.

Nell'ordinamento domestico il project financing non rientra in una specifica categoria contrattuale. La sua struttura che è composta da diversi contratti (es. contratto di finanziamento, di appalto, di fornitura), infatti, varia al variare del progetto e dei diversi interessi perseguiti. Al tempo stesso, tutte le operazioni di project financing hanno un unico obiettivo: realizzare un'opera redditizia.

Per comprendere, quindi, la natura giuridica di questo istituto non ci si deve limitare allo studio dei singoli contratti, ma prendere in considerazione gli effetti che tale combinazione è in grado di generare. Bisogna cercare di superare la dicotomia pluralità di contratti/unità dell'operazione economica al fine di considerare la finanza di progetto un negozio giuridico unitario, al di là della formale autonomia dei singoli contratti.

È possibile affermare che il project financing è un'operazione strutturalmente complessa ma funzionalmente unitaria.

Come ricordato in precedenza, il project financing non rientra in una specifica categoria contrattuale, quindi non vi è una norma che disciplina in maniera unitaria questo istituto, ma sono presenti nel nostro ordinamento diversi provvedimenti che, anche indirettamente, hanno ad oggetto la finanza di progetto, ovvero:

¹⁶ La Legge Quadro è un provvedimento normativo che detta i principi fondamentali in una determinata materia, principi cui le Regioni devono attenersi nell'approvare le norme di loro competenza.

¹⁷ Secondo Bruno Carapella era necessaria una regolazione degli istituti della concessione in grado di assicurare, da un lato, maggiore trasparenza e correttezza amministrativa e, dall'altro di garantire quello sviluppo infrastrutturale di cui il nostro Paese ha bisogno. Cfr. B.Carapella, *Il project financing: un percorso per la Pubblica Amministrazione*, Franco Angeli, Milano, 2001, p. 74

1. La legge 498/92 (Interventi urgenti in materia di Finanza Pubblica)¹⁸
2. La legge 109/94¹⁹ (Legge Merloni)
3. La legge 216/95 (Legge Merloni-bis)
4. La legge 415/98 (Legge Merloni-ter)
5. La Legge n. 166/2002 (Legge Merloni-quater)
6. La Legge n. 62/2005
7. Il D. Lgs n. 163/2006 (il nuovo Codice degli Appalti)
8. Il D.Lgs. n.152/2008

1.3.1. La legge 498/92 (Interventi urgenti in materia di Finanza Pubblica)

La norma consente la realizzazione di società per azioni con capitali privati per l'esercizio di "servizi pubblici e per la realizzazione di infrastrutture e opere di interesse pubblico". L'articolo 12 della suddetta norma afferma che l'ente locale deve provvedere alla scelta dei soci privati, la quale avviene mediante un confronto pubblico concorrenziale e all'eventuale collocazione sul mercato dei titoli azionari, attraverso procedure di evidenza pubblica. Per la prima volta il nostro legislatore ammette la possibilità di dar vita ad opere pubbliche o di pubblico interesse mediante capitali privati. La portata di questo provvedimento è enorme: l'Italia cerca di attuare il passaggio da uno Stato erogatore delle risorse a Stato regolatore di risorse. La pubblica Amministrazione è chiamata a programmare l'assetto territoriale disgiungendolo da quello di realizzazione delle infrastrutture che può essere affidato anche a società private o miste. Il nostro Paese, con tale provvedimento, cerca di affacciarsi sul mercato del project financing.

1.3.2. La legge 109/94 (Legge Merloni)

La Legge Quadro n.109²⁰ del febbraio del 1994 disciplina l'istituto della concessione definendolo: " l'istituto giuridico di diritto pubblico con il quale un ente pubblico,

¹⁸ Cfr. C. Tamarowski, op. cit., pag. 43.

¹⁹ Si tratta della Legge Quadro su Lavori Pubblici, modificata dalla Legge 216/95, a sua volta modificata dalla Legge 415/98.

²⁰ L'art. 19 della Legge Quadro elenca le tre esigenze fondamentali che intende soddisfare: a) il rispetto del diritto comunitario e della libera concorrenza tra gli operatori; b) la qualità, l'efficienza e l'efficacia dell'attività amministrativa in materia di opere e lavori pubblici; c) la garanzia di procedure improntate

titolare di un diritto ovvero di un obbligo a svolgere un certo servizio trasferisce ad un altro soggetto, privato o pubblico, il diritto stesso, autorizzando questi all'utilizzo economico esclusivo per un periodo determinato, in cambio della infrastruttura strumentale al servizio stesso e/o di un corrispettivo economico”.

La concessione, quindi, è uno dei diversi istituti previsti dall'ordinamento giuridico attraverso il quale è possibile realizzare opere pubbliche. Con riferimento al project financing, la legge disciplina il contratto di concessione indicando²¹:

- ***l'oggetto della concessione***

“ le concessioni di lavori pubblici sono contratti conclusi in forma scritta fra un imprenditore ed una amministrazione aggiudicatrice, aventi ad oggetto la progettazione definitiva, la progettazione esecutiva e l'esecuzione dei lavori pubblici, o di pubblica utilità, e di lavori ad essi strutturalmente e direttamente collegati, nonché la loro gestione funzionale ed economica”,

- ***la tipologia della controprestazione***

“la controprestazione a favore del concessionario consiste unicamente nel diritto di gestire funzionalmente e di sfruttare economicamente tutti i lavori realizzati”,

- ***i limiti di corresponsione da parte dell'ente***

“qualora nella gestione siano previsti prezzi o tariffe amministrati, controllati o predeterminati, il soggetto concedente assicura al concessionario il perseguimento dell'equilibrio economico finanziario degli investimenti e della connessa gestione in relazione alla qualità del servizio da prestare, anche mediante un prezzo, stabilito in sede di gara che comunque non può superare il 50 per cento dell'importo totale dei lavori. Il prezzo può essere corrisposto a collaudo effettuato in un'unica rata o in più rate annuali, costanti, o variabili”,

- ***la durata della concessione***

“la durata della concessione non può essere superiore a trenta anni. I presupposti e le condizioni di base che determinano l'equilibrio economico finanziario degli

alla tempestività, alla trasparenza e alla correttezza. Cfr. C. Tamarowski, *Project financing e opere pubbliche in Italia*, Milano, Egea, 2001, p. 44

²¹Cfr. Bruno Carapella, *Il project financing: un percorso per la pubblica amministrazione*, Franco Angeli, Milano, 2001, p. 74 e seguenti.

investimenti e della connessa gestione, da richiamare nelle premesse del contratto, ne costituiscono parte integrante”,

- ***l’equilibrio economico finanziario***

“le variazioni apportate dall’amministrazione aggiudicatrice a detti presupposti o condizioni di base, nonché norme legislative e regolamentari che stabiliscono nuovi meccanismi tariffari o nuove condizioni per l’esercizio delle attività previste nella concessione, qualora determinino una modifica dell’equilibrio del piano, comportano la sua necessaria revisione da attuare mediante rideterminazione delle nuove condizioni di equilibrio, anche mediante la proroga del termine di scadenza delle concessioni, ed in mancanza della predetta revisione il concessionario può recedere dalla concessione. Nel caso in cui le variazioni apportate o le nuove condizioni introdotte risultino favorevoli al concessionario, la revisione del piano dovrà essere effettuata a vantaggio del concedente. Nel caso di recesso del concessionario si applicano le disposizioni dell’articolo 37-septies, comma 1, lettere a) e b), e comma 2”. Si pensi ad esempio ad un parcheggio interrato, verso il quale la realizzazione di nuove zone pedonali può provocare un aumento del flusso di utenza e quindi di cassa. In questo caso il piano economico finanziario deve essere rideterminato attraverso due interventi:

- ✓ riduzione del periodo della concessione
- ✓ aumento del canone corrisposto al concedente dal concessionario o, nel caso di prezzi amministrati, diminuzione del prezzo corrisposto al concessionario dal concedente.

Il contratto della concessione è divenuto il perno principale sul quale si basano la maggior parte delle operazioni di project financing realizzate in settori di interesse per la collettività.

La realizzazione di opere pubbliche, quindi, può essere affidata a soggetti non solo pubblici che possono sfruttare economicamente l’opera per un periodo non superiore a trenta anni. Bisogna ricordare, però, che la concessione di lavori pubblici differisce dal project financing per il ruolo svolto dal concedente, infatti, mentre nel contratto di concessione l’amministrazione è parte attiva nella fase preliminare dell’operazione (stabilisce l’opera da realizzare, la progettazione preliminare e la definizione del piano economico finanziario), nella procedura del project financing è il promotore il soggetto

che presenta una proposta di realizzazione di un'opera inserita nel programma triennale, corredata da uno studio di fattibilità e da un piano economico finanziario.

È possibile affermare, quindi, che la realizzazione di un'opera pubblica attraverso un'operazione di project financing trova fondamento giuridico e amministrativo in un provvedimento di concessione²².

La legge Quadro, inoltre, ha istituito anche l'Autorità per la Vigilanza dei Lavori Pubblici, che ha il compito di garantire la trasparenza e la qualità dei progetti, e l'affidabilità e la capacità imprenditoriale dei soggetti ai quali viene affidata la concessione.

Questa norma, però, nonostante abbia introdotto diverse novità, presentava molte lacune per un'applicazione agevole del project financing. I finanziatori ad esempio, non avevano nessun diritto di cambiare, in caso di gravi inadempienze, il concessionario e la risoluzione delle possibili controversie richiedevano troppo tempo. È possibile affermare che l'anello debole della normativa era rappresentato da un sistema delle garanzie non disciplinato in maniera accurata.

1.3.3. La legge 216/95 (Legge Merloni-bis)

La Legge Merloni-bis ha apportato diverse modifiche alla Legge Quadro sui lavori pubblici. Una delle modifiche più importanti riguarda il ruolo svolto dal promotore, il quale viene coinvolto anche nel progetto definitivo ma non in quello preliminare. Sempre al promotore, però, non è ancora riconosciuta la possibilità di presentare all'ente pubblico proposte di costruzione e gestione di determinate opere²³.

Inoltre, nel caso in cui la migliore offerta presenta in gara avesse avuto le stesse condizioni dell'offerta formulata dal promotore, a quest'ultimo non veniva riconosciuto nessun diritto di prelazione, di conseguenza rischiava sia di perdere davanti al miglior offerente sia di non vedersi restituiti i costi sostenuti.

La Merloni-bis, inoltre, ha aggiunto con l'articolo 22 alcune disposizioni in materia di lavori pubblici di grande interesse anche per il project financing, ovvero: l'obbligo di svolgere gare di appalto solo in presenza di progetti esecutivi e l'impossibilità di introdurre variazioni in corso d'opera. Ciò significa che non è possibile appaltare un

²² Cf. B. Carapella, op.cit., pag. 78.

²³ Si fa riferimento al "terzo sistema". Per maggiori informazioni si rimanda al paragrafo 1.3.7.

lavoro se non è stato redatto e approvato un progetto esecutivo, il quale a sua volta non può essere modificato al fine di garantire tempi e costi certi²⁴.

Di fatto, però, anche la Merloni-bis non ha dato vita a norme che regolamentano in maniera esplicita l'istituto del project financing, ma solo di lavori pubblici in generale.

1.3.4. La Legge n. 415/1998 (Legge Merloni-ter)

È la norma più importante in tema di project financing. Con la Legge Merloni-ter sono stati inseriti sette articoli, dal 37-bis al 37-septies, alla Legge Quadro 109/94. Questi articoli hanno rivoluzionato la normativa preesistente disciplinando la realizzazione di opere pubbliche con capitali privati attraverso il contratto di costruzione e gestione.

Schematicamente, la disciplina introdotta con gli art. 37-bis e ss. si articola come segue²⁵:

- nel riconoscimento dell'autonomia del promotore e della fase di promozione dell'opera pubblica. Il promotore diventa il soggetto cardine della fase di promozione dell'opera pubblica da realizzare, è colui che partecipa alla gara per l'affidamento della concessione e nei cui confronti opera il vincolo di realizzare il progetto alle condizioni previste dalla proposta.

- nella determinazione del procedimento con cui giungere legittimamente alla scelta del concessionario e del progetto. La legge prevede il sistema della doppia gara al fine di garantire una maggiore trasparenza ed evitare che soggetti, privi di requisiti, riescano ad aggiudicarsi il lavoro, come è accaduto in passato.

Quindi vi è una prima gara costituita dalla licitazione privata²⁶ secondo il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa sul progetto preliminare presentato dal promotore; ed una seconda gara tra il promotore e i due migliori offerenti della prima gara al fine di scegliere il concessionario.

²⁴ Cfr. C. Tamarowski, op. cit., pag. 44.

²⁵ Cfr. C. Tamarowski, op. cit., pag. 46-48.

²⁶ La licitazione privata è una gara dove sono invitati a partecipare tutte le imprese che possiedono determinati requisiti stabiliti dall'Amministrazione. Questa procedura si articola in due fasi: nella prima fase vengono selezionate le imprese che possiedono i requisiti richiesti, mentre nella seconda fase, dopo aver valutato le offerte, viene aggiudicato l'appalto. Nella licitazione privata, inoltre, è l'Amministrazione a definire lo schema negoziale, per cui il privato non può negoziare i contenuti del contratto.

- nella disciplina delle garanzie finalizzate a favorire i finanziatori, riconoscendo agli stessi la facoltà di subentrare al concessionario nel rapporto con la Pubblica Amministrazione. L'aggiudicatario ha l'obbligo di versare a titolo di garanzia un importo pari al 10 per cento dei lavori e di stipulare una polizza assicurativa per i rischi di esecuzione dell'opera. La Merloni-ter, inoltre, ha introdotto anche il cosiddetto performance-bond: un sistema di garanzia globale di esecuzione per i lavori di importo superiore a 100 milioni di euro.

- nel riconoscere la possibilità di realizzare la separazione giuridica e finanziaria dell'iniziativa dalle altre attività degli sponsor attraverso la costituzione di società di progetto (SPV), con la previsione di deroghe al diritto societario allo scopo di massimizzare la capacità di finanziamento della società medesima. Il promotore, quindi, dopo l'aggiudicazione può costituire una società di progetto in forma di spa, srl, società consortile o consorzio di imprese. Qualora il capitale sia prevalentemente o parzialmente pubblico si configurano le seguenti tipologie societarie: società mista a capitale prevalentemente pubblico²⁷, società a capitale misto senza il vincolo della proprietà pubblica maggioritaria²⁸. I promotori, quindi, hanno la possibilità di costituire un soggetto patrimonialmente autonomo. Tal possibilità deve essere prevista anche dal bando di gara.

- nel prevedere adeguate, o almeno certe, forme di tutela del privato nel caso di revoca o inadempimento dell'ente concedente. L'art. 37-septies afferma che la risoluzione del contratto può avvenire nelle seguenti forme:

- ✓ revoca per motivi di interesse pubblico. La tutela indennitaria riconosciuta al concedente al concedente include sì “il danno emergente che il lucro cessante” (a titolo di indennizzo per mancato guadagno è prevista una somma pari al 10 per cento del valore delle opere ancora da eseguire o della parte del servizio ancora da gestire valutata sulla base del piano economico-finanziario);
- ✓ risoluzione per inadempimento del concedente. Ipotesi equiparata alla precedente;

²⁷ Ex art. 22, c.3.1. 124/90

²⁸ Ex art.12, c.1.1. 498/92

- ✓ recesso dell'affidatario per alterazioni nell'equilibrio economico-finanziario del rapporto concessionario;
- ✓ tutela dei finanziatori. Le somme corrisposte a titolo di indennizzo devono essere destinate prioritariamente al soddisfacimento dei crediti dei finanziatori.

Con la Merloni-ter si è riusciti a fare un pò di chiarezza sull'istituto ed, inoltre, si è riusciti a superare, almeno in parte, gli ostacoli all'affermazione del project financing nel settore delle opere pubbliche rappresentati da un quadro normativo non univoco e dall'incertezza dei tempi, delle responsabilità e delle diverse autorizzazioni necessarie.

1.3.5. La Legge n. 166/2002 (Legge Merloni-quater)

La Legge 1 agosto 2002, n. 166, la cosiddetta Legge Merloni-quater, ha introdotto una serie di innovazioni finalizzate ad incoraggiare l'utilizzo dell'istituto in esame. Tra le principali modifiche apportate le più importanti sono²⁹:

- il diritto di prelazione del promotore;
- l'abolizione del limite temporale di durata della concessione;
- l'ampliamento del numero dei potenziali soggetti-promotori che include anche le Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura e le fondazioni bancarie;
- la previsione della possibilità che il primo contratto tra Amministrazioni e potenziali promotori sia anticipato alla fase di selezione delle iniziative da inserire negli strumenti di programmazione;
- l'obbligo per le Amministrazioni aggiudicatrici di pubblicare, entro venti giorni dalla redazione dei programmi, un avviso che indichi la presenza nei medesimi programmi di interventi realizzabili con capitali privati in quanto suscettibili di variazione economica;
- la previsione di modifiche in tema di rimborso delle spese sostenute dai partecipanti al procedimento.

²⁹ Cfr. M.P.Chiti, *Il partenariato pubblico-privato. Connessioni, Finanza di progetto, Società miste, Fondazioni*. Editoriale scientifica, Napoli, 2009, nota 23 pag. 92.

1.3.6. La Legge n. 62/2005

La Legge 18 aprile 2005 n. 62, recante “Disposizioni per l’adempimento di obblighi derivanti dall’appartenenza dell’Italia alle Comunità Europee” ha apportato modifiche agli art. 2, 17 e 37-bis della Legge Merloni.

Una prima novità riguarda gli appalti misti³⁰: nel caso in cui la componente di lavoro abbia un rilievo economico superiore al 50%, secondo la legge n.62/2005, si applica la disciplina sui lavori pubblici. Al tempo stesso questa disposizione non si applica nel caso in cui “ i lavori abbiano carattere meramente accessorio rispetto all’oggetto principale dedotto in contratto”.

Una seconda novità ha ad oggetto gli incarichi di progettazione. Secondo l’art. 17 della Legge Merloni, il conferimento degli incarichi di progettazione e direzione lavori di importo inferiore a 100 mila euro, e il conferimento degli incarichi di verifica dei progetti di importo inferiore a 200 mila euro, potevano essere concessi dagli enti appaltanti ad altri soggetti sulla base dell’affidamento fiduciario.

L’ente appaltante, quindi, per poter affidare l’incarico ad un determinato soggetto, doveva solo verificare l’esperienza e la capacità professionale del prescelto e giustificare la scelta effettuata. La legge 62/2005, ha modificato l’art. 17 della Legge Merloni, affermando che l’ente appaltante nella scelta del soggetto al quale affidare l’incarico è chiamato a rispettare i principi di: non discriminazione, parità di trattamento³¹, proporzionalità³² e trasparenza³³.

Le modifiche più importanti apportate dalla legge 62/2005 in tema di project financing riguardano i criteri di selezione e il diritto di prelazione del promotore, i quali devono essere dichiarati dall’Amministrazione nel bando di gara.

La Commissione UE, infatti, ha ritenuto che il vantaggio di cui può godere il promotore³⁴ contrasta con i principi di trattamento, trasparenza e proporzionalità.

³⁰ Gli appalti misti sono quegli appalti che prevedono una pluralità di prestazioni eterogenee di fornitura, servizi e di lavoro.

³¹ La scelta dell’affidatario deve avvenire sulla base di criteri obiettivi e la procedura stessa si deve svolgere rispettando le regole stabilite.

³² L’Ente è chiamato ad individuare requisiti di qualificazione proporzionati rispetto all’oggetto dell’affidamento.

³³ L’Ente deve garantire le condizioni di concorrenza e, quindi, rendere pubblico la volontà di affidare un determinato appalto.

³⁴ Si ricorda che, nel caso in cui, al termine della procedura negoziata (seconda gara), una delle due offerte selezionate risulta essere più conveniente di quella presentata dal promotore, quest’ultimo può decidere di adeguare la sua offerta a quella ritenuta migliore dall’Amministrazione e aggiudicarsi, quindi, l’affidamento del contratto di concessione.

Per tale motivo, l'avviso pubblicato ai sensi dell'art 37-bis deve specificare sia le informazioni relative ai vantaggi di cui può godere la figura del promotore, sia i criteri in base ai quali l'amministrazione procederà con la scelta della proposta che sarà posta a base di gara.

1.3.7. Il D. Lgs. n. 163/2006 (Il nuovo Codice degli Appalti)

Dopo Legge 62/2005 è intervenuto il d. Lgs. 12.4.2006 n. 163, il cosiddetto Codice dei Contratti Pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE.

L'obiettivo del legislatore era quello di unificare la legislazione nazionale in tema di appalti di servizi, forniture e lavori rispettando al tempo stessi i principi di trasparenza, semplificazione delle procedure e maggiore garanzia della qualità degli appalti.

Relativamente alla concessione dei lavori pubblici il nuovo d.lgs. recepisce le norme fissate nella direttiva 2004/18 ribadendo quanto affermato agli art. 56, 57, 62 e 63 della stessa.

L'art. 56 fissa la soglia minima che è pari a 5.278.000,00 euro per l'applicazione delle disposizioni della direttiva. L'art. seguente, invece, elenca tutte le tipologie di concessione di lavori pubblici per le quali la disciplina non viene applicata come ad esempio: concessioni rilasciate in materia di telecomunicazioni, di misure di sicurezza, oppure rilasciate da amministrazioni che gestiscono servizi pubblici nei settori dell'acqua, del gas, dell'energia, dei servizi postali ovvero i cosiddetti settori speciali che vengono disciplinati dalla direttiva 2004/17/CE.

I due articoli successivi, invece, stabiliscono le regole per la pubblicazione del bando e i termini per poter presentare le candidature.

In attuazione degli art 62 e 63 della direttiva, gli art. 142 e 143 del codice affermano che l'amministrazione aggiudicatrice deve rispettare tutte le disposizioni del codice in materia di concessione e appalti pubblici eseguiti da terzi, ma queste disposizioni devono essere osservate anche da concessionari che non sono amministrazioni aggiudicatrici in presenza di appalti di lavoro affidati a terzi.

Il nuovo codice degli appalti ha recepito anche l'art. 143 della direttiva 2004/18 affermando che all'offerta del promotore deve essere allegato un piano economico finanziario al fine di sottolineare la copertura degli investimenti e l'evoluzione dei risultati d'esercizio durante l'intero periodo di gestione.

Con il nuovo d.lgs, infine, sono stati aboliti i limiti 30 anni di durata della concessione e del 50% della contribuzione pubblica.

1.3.8. Il D.Lgs. n.152/2008

Il D.Lgs. 11 settembre n. 152 ha modificato in maniera radicale l'iter di gara al fine di tutelare la par conditio tra i concorrenti e la pubblicità delle operazioni³⁵.

Secondo la vecchia disciplina l'affidatario veniva scelto una volta terminate tre fasi, ovvero:

- presentazione della proposta del promotore (art. 37-bis)
- valutazione della proposta da parte della Pubblica Amministrazione (art. 37-ter)
- indizione della gara e aggiudicazione della stessa (art. 37-quater)

L'Amministrazione, quindi, una volta individuata la proposta ritenuta più conveniente, sceglie l'affidatario al fine di un iter scomponibile in due fasi.

Durante la prima fase l'Amministrazione, dopo aver diffuso un bando di gara assimilabile alla licitazione privata che ha ad oggetto il progetto preliminare e il piano economico-finanziario presentato dal promotore, sceglie le due migliori offerte presentate da terzi concorrenti.

Il secondo step, invece, è caratterizzato da una procedura negoziata che si svolge tra il promotore e i soggetti che hanno presentato le due migliori offerte. Se al termine della procedura negoziata l'aggiudicatario non risulta essere il promotore, quest'ultimo ha il diritto di poter adeguare la sua offerta a quella ritenuta dall'Amministrazione più conveniente e divenire così aggiudicatario.

Nel terzo decreto correttivo, invece, sono previsti tre sistemi alternativi e paralleli:

Primo sistema: il concessionario viene individuato mediante un'unica gara. L'Amministrazione pubblica un bando per l'individuazione del promotore, mediante il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa, ponendo a base di gara lo studio di fattibilità. Le offerte saranno corredate di un progetto preliminare, una bozza di convenzione e un piano economico-finanziario asseverato da una banca.

³⁵ Il D.Lgs. 152/2008 rappresenta il III Correttivo al Codice dei Contratti Pubblici o Codice sugli Appalti. Il I Correttivo, invece, è rappresentato dal D.Lgs 6/2007, mentre il II Correttivo dal D.Lgs. 113/2007. Quest'ultimo aveva abrogato il diritto di prelazione del promotore, poi reinserito nuovamente dal III Correttivo.

Dopo la gara l'amministrazione nomina il promotore sulla base del criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa. L'amministrazione, però, come condizione per l'approvazione del progetto, ha la facoltà di chiedere al promotore di apportare modifiche alla sua offerta. Nel caso in cui il promotore rifiuti questa proposta, la concessione è aggiudicata mediante scorrimento della graduatoria, fermo restando il diritto riconosciuto al promotore di ricevere dal nuovo aggiudicatario i costi sostenuti per la presentazione dell'offerta.

In questo sistema, quindi, la progettazione preliminare, definitiva ed esecutiva risulta essere integralmente affidata al concessionario.

Secondo sistema: la seconda procedura si articola in due gare ed è caratterizzata dal riconoscimento al promotore del diritto di prelazione.

L'amministrazione, dopo aver pubblicato un bando nel quale precisa che la procedura non comporta l'aggiudicazione bensì il riconoscimento al promotore del diritto di prelazione, provvede all'approvazione del progetto preliminare. Successivamente viene bandita una seconda procedura selettiva, ponendo a base di gare il progetto preliminare approvato e le condizioni economiche e contrattuali offerte dal promotore, al fine individuare una o più offerte economicamente più vantaggiose rispetto a quella presentata dal promotore. Ove non siano state presentate offerte economicamente più vantaggiose, il contratto viene aggiudicato al promotore, ove, al contrario, siano pervenute offerte economicamente più vantaggiose rispetto a quella del promotore, quest'ultimo può decidere di adeguare la propria offerta a quella ritenuta più conveniente e divenire aggiudicatario. Anche in questo caso, se il promotore decidesse di non adeguare la propria offerta alla proposta ritenuta più conveniente, l'aggiudicatario dovrà rimborsare al promotore le spese sostenute per la presentazione della propria offerta.

Terzo sistema: rappresenta una vera e propria innovazione. Il soggetto privato, infatti, nel caso in cui le amministrazioni non pubblicano bandi entro sei mesi dall'approvazione dell'elenco annuale dei lavori pubblici, può presentare nei successivi quattro mesi un progetto preliminare. L'amministrazione, dunque, dopo aver valutato le diverse proposte può indire un dialogo competitivo ponendo a base di gare il progetto preliminare e la proposta (primo sistema), oppure, può porre lo stesso progetto a base di gare invitando alla gara anche il promotore (secondo sistema).

A questo punto è opportuno ricordare che, oltre ai tre sistemi introdotti dal D.Lgs oggetto di questo paragrafo, il D.L. 70/2011 ha previsto un quarto sistema: procedura

ad iniziativa privata scollegata dalla programmazione triennale ed annuale. Il soggetto privato, quindi, si fa promotore non solo della progettazione di un'opera ma anche dell'individuazione dell'opera stessa.

Infine, è d'obbligo aprire una piccola parentesi sugli effetti che il "Decreto Salva Italia"^{36 37} ha prodotto sull'istituto in esame³⁸. Tra le novità più importanti apportate dal Decreto bisogna ricordare sia la possibilità per l'amministrazione di attribuire al concessionario la gestione funzionale ed economica di opere e parti di opere già realizzate purché connesse all'opera oggetto della concessione (in questo modo si consente al concessionario di ammortizzare il costo dell'opera prima che questa sia realizzata), sia il prolungamento della durata della concessione fino a 50 anni per tutte quelle opere di importo superiore ai 50 milioni di euro.

1.4 Il project financing in Italia

Il project financing rappresenta una vera e propria ancora di salvezza per la Pubblica Amministrazione. I limiti sempre più stringenti al finanziamento pubblico degli investimenti e la necessità di una logica imprenditoriale e di mercato anche negli investimenti infrastrutturali, hanno fatto incrementare negli ultimi anni il ricorso a tale metodologia di finanziamento.

Al tempo stesso, però, il sistema finanziario italiano è ancora parzialmente ancorato a una storia e a una cultura aziendale distinti dalla logica di progetto³⁹.

Il ricorso al project financing rappresenta per il nostro paese una delle poche soluzioni da adottare per ridurre il gap infrastrutturale con le altre economie e per assicurare quei servizi necessari che i soggetti pubblici non sono più in grado di garantire⁴⁰.

³⁶ D.L. 6 dicembre 2011 convertito in L. 214/2011

³⁷ Il Premier Monti nel suo discorso insediativo aveva affermato: "un impulso all'attività economica potrà derivare da un aumento del coinvolgimento dei capitali privati nella realizzazione di infrastrutture".

³⁸ Al Decreto Salva Italia hanno fatto seguito altri due Decreti: Il Decreto Cresci Italia (DL 1/2012) e il Decreto Misure urgenti per la crescita del Paese (DL 83/2012) che hanno apportato innovazioni in materia di project financing. Per quanto riguarda il primo decreto, le modifiche più importanti sono state: il limite di durata della concessione di 20 anni relativamente alla costruzione di nuovi istituti penitenziari e la possibilità di attribuire alle società di progetto, relativamente alle grandi opere portuali, fino al 25% dell'extra-gettito Iva generato dall'opera realizzata. Con riferimento al D.L. 83/2012, le principali innovazioni introdotte hanno ad oggetto: lo studio di fattibilità, il quale può essere redatto all'interno dell'amministrazione solo se in presenza dei molteplici requisiti previsti, in alternativa deve essere redatto da soggetti esterni individuati con gara; e gli interessi delle obbligazioni emesse dalle società di progetto, le quali sono soggette a tassazione del 12,50% come i titoli del debito pubblico.

³⁹ Cfr. G. Forestieri in S. Gatti op. cit., pag. 15.

⁴⁰ Cfr. C. Tamarowski op. cit., pag. 58.

Uno dei settori in cui si ricorre sempre più alla finanza di progetto è quello delle costruzioni. Nel 1994 la Commissione Europea ha dato vita al gruppo Christophersen che ha il compito di individuare le grandi opere da finanziare mediante project financing.

Tutte le operazioni individuate dal gruppo rientrano in un programma generale chiamato Transeuropean Network, tale programma è composto da progetti come: aeroporti, ferrovie, strade pronti e tunnel.

In questo programma era inserito anche il progetto Malpensa 2000⁴¹ che aveva come obiettivo quello di trasformare Malpensa da aeroporto minore a primo in Italia.

In questa operazione il ruolo del promotore è stato ricoperto dalla Società Servizi Aeroportuali (SEA)⁴², la quale ha ottenuto finanziamenti dallo Stato italiano, dalla Banca Europea per gli Investimenti⁴³ e da altre banche nazionali. La concessione scade alla fine del 2022 e al termine tutti i beni devono essere restituiti allo Stato gratuitamente. Il costo complessivo del progetto fu stimato in circa 1 miliardo di Euro, di cui la metà per opere di prima urgenza per l'apertura del "polo funzionale" nel 1998. Questo debito contratto da SEA è stato coperto, e continuo ad esserlo, attraverso i flussi di reddito legati alle tariffe di handling⁴⁴, alle tasse aeroportuali⁴⁵ ed ai ricavi commerciali⁴⁶.

Oltre a quello delle costruzioni, gli altri settori in cui il project financing risulta essere sempre più presente sono quelli dell'energia e delle telecomunicazioni.

Relativamente al settore energetico, nel nostro paese fino agli anni Novanta vi era una grande azienda l'ENEL e diverse aziende municipalizzate che sono concessionarie di diritti esclusivi di fornitura. Durante i primi anni Novanta, però, l'intero sistema organizzativo cominciò ad essere messo in discussione al fine di creare un mercato libero e favorire così la concorrenza. Discorso simile deve essere fatto anche per il settore delle telecomunicazioni; infatti, con la legge n. 481 del 14 novembre 1995 si è posto fine al monopolio di Telecom Italia s.p.a. e dato il via alla liberalizzazione del

⁴¹ Cfr. C. Tamarowski op. cit., pag. 133 e seguenti.

⁴² SEA è concessionaria della costruzione e gestione del sistema aeroportuale di Milano in virtù della legge 18/4/1962 n.194

⁴³ Finanziamento ottenuto grazie al riconoscimento quale opera ad alta priorità a livello comunitario.

⁴⁴ Tariffe pagate dai vettori per i servizi resi agli aerei, alle persone e alle merci.

⁴⁵ Le tasse aeroportuali sono tutte quelle tariffe le compagnie aeree riconoscono alla SEA per l'utilizzo delle piste in fase di atterraggio, decollo e posteggio.

⁴⁶ La SEA può concedere a terzi il diritto a svolgere attività commerciali nell'infrastruttura. Così facendo non percepisce solo i canoni delle attività commerciali ma anche le royalties.

settore. Tutto questo, unito anche all'esigenza di grandi opere che richiedono elevati investimenti, ha favorito il ricorso al project financing.

1.5. Partenariato Pubblico Privato e Opere Pubbliche

L'insieme del Partenariato Pubblico Privato⁴⁷ è composto da svariate forme contrattuali basate sulla cooperazione tra pubblico e privato in cui le rispettive competenze e risorse si integrano per realizzare opere pubbliche o di pubblica utilità e per la gestione dei relativi servizi. Rientrano, quindi, in questo insieme la concessione di lavori pubblici⁴⁸, di servizi, leasing in costruendo ed altre gare di PPP come ad esempio le sponsorizzazioni, il partenariato societario e programmi di riqualificazione urbana.

In tutte queste operazioni coesistono le seguenti attività:

- progettazione
- finanziamento
- costruzione o rinnovamento
- gestione
- manutenzione

Inoltre, bisogna ricordare che i progetti realizzabili in PPP possono essere classificati in tre diverse categorie:

- Opere calde: opere che generano elevati flussi di cassa, i quali permettono ai privati di recuperare il costo di investimento sostenuto (termovalorizzatori, cimiteri, impianti di produzione di energie rinnovabili).
- Opere tiepide: opere che generano flussi di cassa che consentono ai privati di recuperare solo in parte il costo di investimento sostenuto. Questi progetti,

⁴⁷ I dati e le informazioni contenute in questo paragrafo sono tratte da: www.infopieffe.it, 10 anni di PPP in Italia.

⁴⁸ Le procedure di affidamento di una concessione di lavori pubblici sono riconducibili a due tipologie principali: 1) la concessione di costruzione e gestione su proposta della Stazione Appaltante (la stazione appaltante pubblica il bando per l'affidamento della concessione ponendo a base di gara il progetto preliminare redatto dalla stessa. La concessione verrà aggiudicata con il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa). 2) la concessione di costruzione e gestione su proposta del promotore ovvero l'affidamento dei lavori mediante Finanza di Progetto (gli schemi procedurali diretti all'affidamento di una concessione di costruzione e gestione su proposta del promotore sono: a gara unica e a doppia gara).

quindi, richiedono una componente di contribuzione pubblica (parcheggi metropolitane, acquedotti).

- Opere fredde: opere che non generano flussi di cassa. Il privato trae la propria remunerazione esclusivamente da pagamenti effettuati dalla Pubblica Amministrazione (carceri, ospedali, scuole).

L'utilizzo di strumenti di finanziamento alternativi, come ad esempio il project financing, risulta essere fondamentale per smuovere il mercato delle opere pubbliche o di interesse pubblico. Tra il 2008 e il 2011 gli investimenti per opere pubbliche sono stati ridotti del 24%, 27% se si considera solo la Pubblica Amministrazione. La collaborazione tra pubblico e privato, quindi, risulta essere necessaria per contrastare la crisi del settore.

Negli ultimi anni, però, grazie all'introduzione di nuovi istituti (contraente generale⁴⁹, appalto integrato⁵⁰, locazione finanziaria immobiliare in costruendo⁵¹) il mercato delle opere pubbliche ha conosciuto una profonda trasformazione.

L'Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato – PPP ha rilevato nel 2011 in Italia 3.000⁵² bandi di gara pubblicati dalle Pubbliche Amministrazioni rientranti nel campo del PPP, per un valore complessivo di 13,5 miliardi di euro⁵³. Le aggiudicazioni, invece, sono state 621 per un valore complessivo di 5,2 miliardi di euro.

Il mercato del PPP trova sempre maggior consenso tra le Amministrazioni Pubbliche. Infatti, l'incidenza di tali operazioni sul totale delle opere pubbliche è passato dal 6% del

⁴⁹ La figura del contraente generale è stata introdotta nel nostro ordinamento dalla legge 433/2001. Il contraente generale, inteso quale realizzatore globale dell'opera, è un soggetto che assume su di sé le funzioni di progettista, costruttore ed in parte di finanziatore dell'opera da realizzare. Per ottenere la qualifica di contraente generale l'impresa deve possedere un'adeguata struttura progettuale e tecnico-organizzativa, tale da fornire al committente la garanzia delle sue capacità a realizzare completamente l'opera, nel rispetto dei tempi, dei costi e delle esigenze di qualità concordate.

⁵⁰ Si ricorda che l'appalto integrato è quel contratto che prevede sia l'esecuzione che la progettazione dell'opera. L'appalto integrato può essere suddiviso in: appalto integrato tradizionale (l'appaltatore predispone il progetto esecutivo sulla base del progetto definitivo predisposto dalla stazione appaltante) e appalto integrato complesso (la stazione appaltante predispone il progetto preliminare, ciascun concorrente predispone un progetto esecutivo e l'appaltatore, selezionato anche sulla base del progetto proposto, predispone il progetto definitivo).

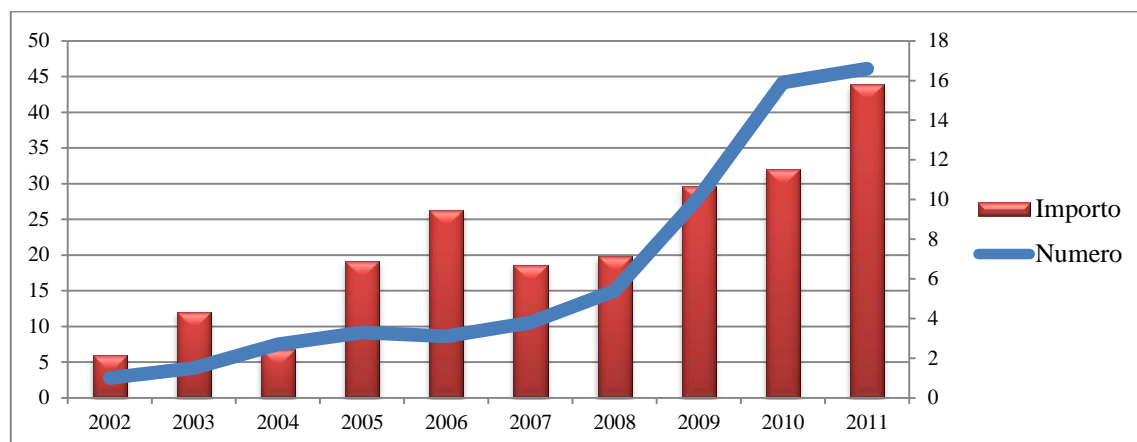
⁵¹ La locazione finanziaria immobiliare in costruendo, disciplinata dalla legge finanziaria del 2007, è una forma di realizzazione di opere per mezzo della quale un soggetto finanziario anticipa all'appaltatore i fondi necessari per realizzare l'opera, e successivamente, all'avvenuta esecuzione, viene ristorato dal soggetto appaltante attraverso la corresponsione di canoni periodici. Cfr. P.Marone, G.Esposito e L.Castaldo, 2008, *Leasing in costruendo: queste le regole (on line)*. Disponibile su: www.archivio.denaro.it

⁵² Nel 2002 furono 339 per un valore complessivo di 1.435 miliardi di euro. Le aggiudicazioni, invece, sono state 83 per un valore complessivo di 622 miliardi di euro.

⁵³ Tra gennaio 2002 e dicembre 2010 sono state indette 10.617 gare di PPP per un valore complessivo di 52,8 miliardi di euro.

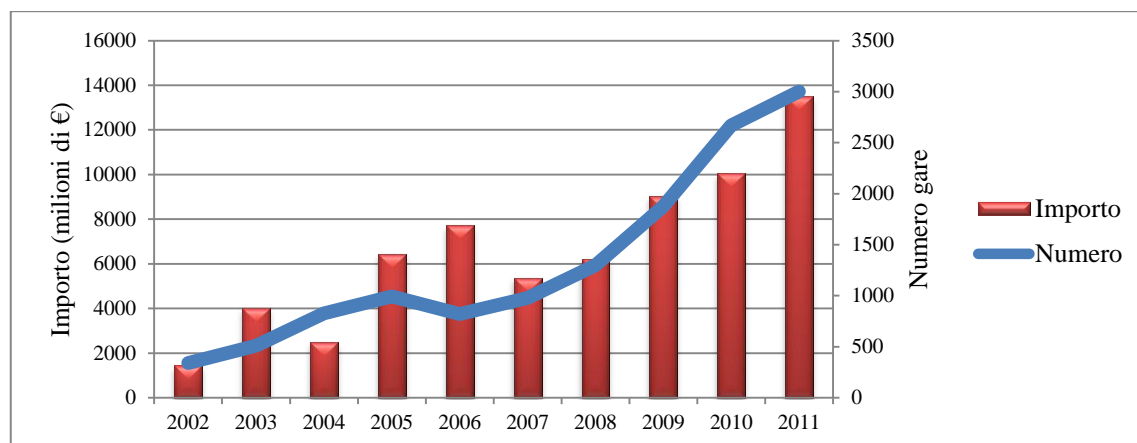
2002 al 43,9% del 2011, per quanto riguarda il numero, invece, si è passati dal 1% al 17%.

Graf. 1.1 PPP – Percentuale del PPP sulle Opere Pubbliche nel periodo 2002-2011



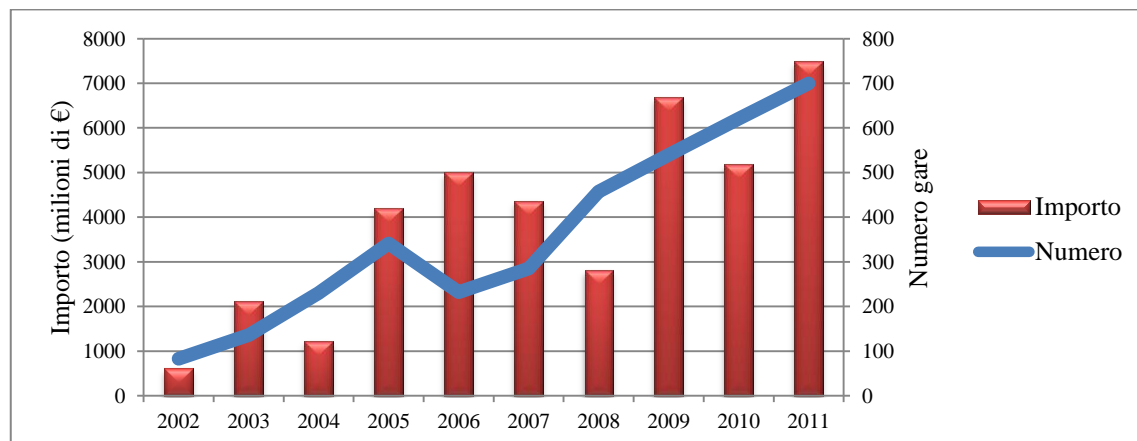
Fonte: Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato

Graf. 1.2 Evoluzione delle gare di PPP 2002-2011



Fonte: Osservatorio Nazionale Partenariato Pubblico Privato

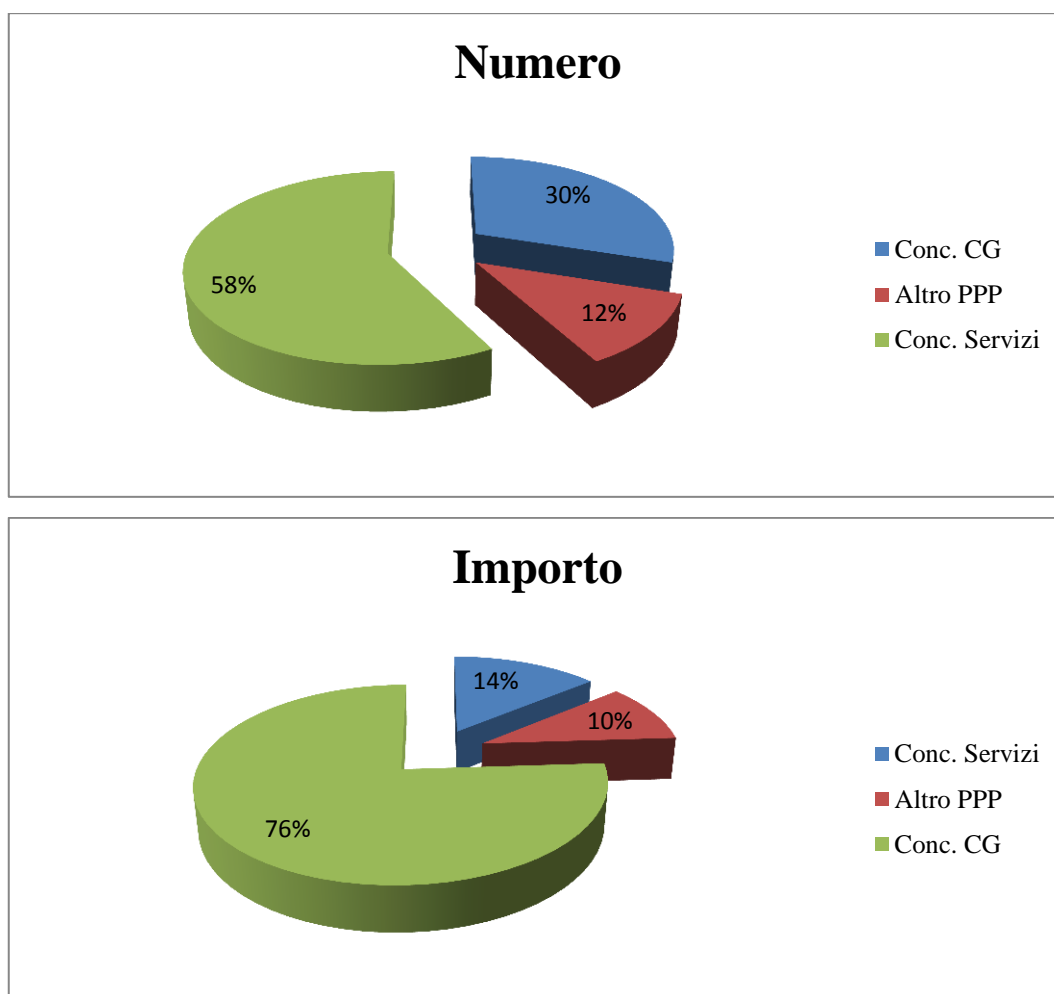
Graf. 1.3 L'evoluzione delle aggiudicazioni di gare di PPP 2002-2011



Fonte: Osservatorio Nazionale Partenariato Pubblico Privato

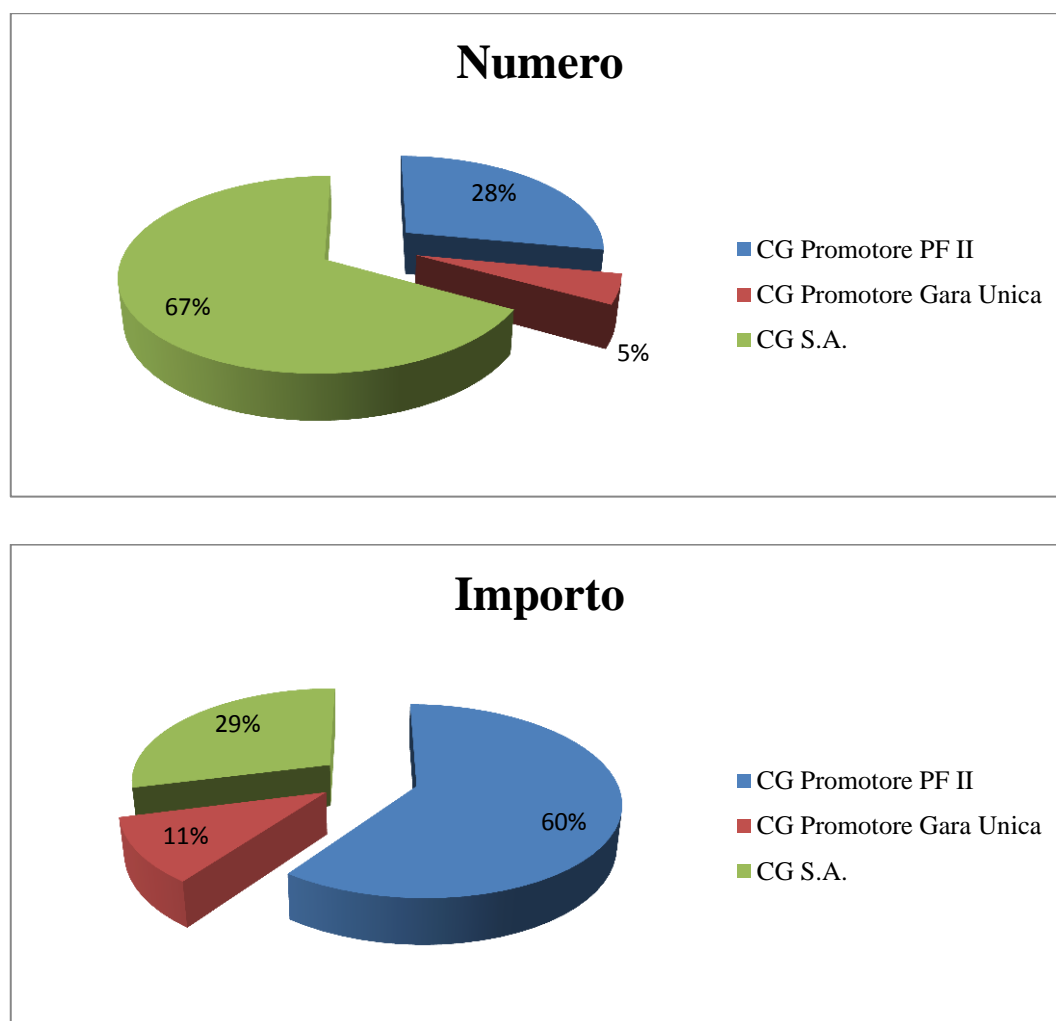
A trainare il PPP nel nostro Paese sono soprattutto le concessioni di lavori pubblici e servizi, le quali hanno rappresentato, tra il 2002 e il 2010, il 58% dell'intero mercato del PPP con 6.191 gare. A queste gare, però, corrispondono degli importi molto contenuti. Al contrario le concessioni di lavori pubblici sono meno numerose (il 30% del mercato del PPP tra il 2002 e il 2010) ma economicamente più rilevanti (76% del volume di affari complessivo). Inoltre, per quanto riguarda la concessione di lavori pubblici, le concessioni su proposta del promotore sono meno numerose ma economicamente più rilevanti rispetto alle concessioni su proposta della stazione appaltante.

Graf. 1.4 Numero ed importo delle gare di PPP censite nel periodo 2002-2010



Fonte: Osservatorio Nazionale Partenariato Pubblico Privato

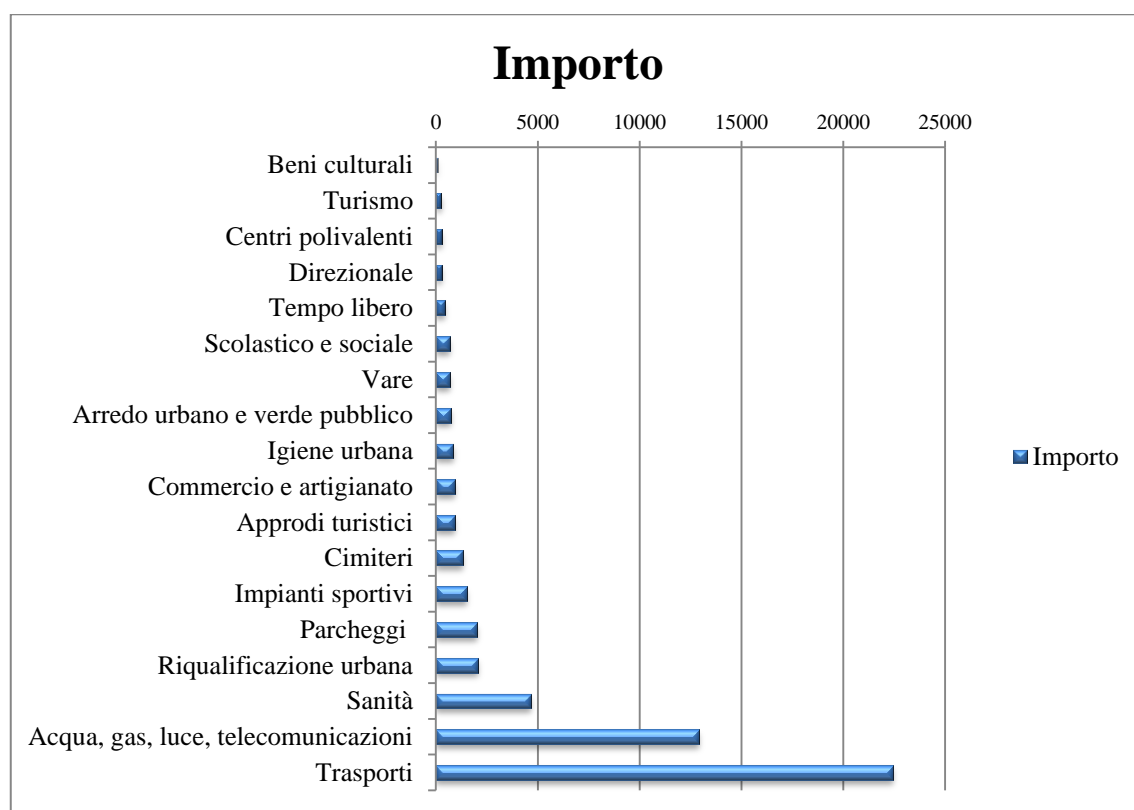
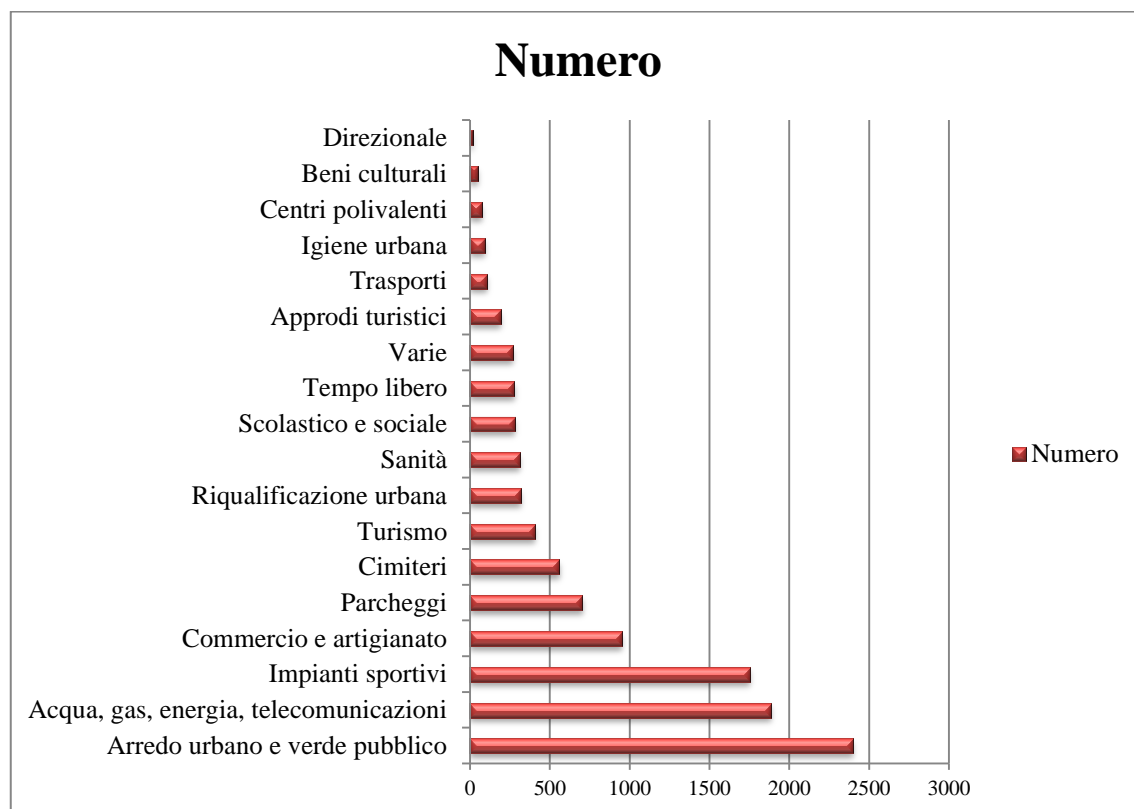
Graf. 1.5 Numero ed importo delle gare di concessione di costruzione e gestione censite nel periodo 2002-2010



Fonte: Osservatorio Nazionale Partenariato Pubblico Privato

In relazione, invece ai settori di attività, tra il 2002 e il 2010, il primato economico assoluto spetta al settore dei trasporti con oltre 22 miliardi di euro messi in gara dei quali circa 13 aggiudicati ad oggi. Subito dopo troviamo i settori “reti” (acqua, gas, energia, telecomunicazioni) con 12. 898 mln di euro messi in gara e 7.739 mln di euro aggiudicati e il settore sanitario (4.629 mln di euro messi in gara e 3.546 mln euro aggiudicati). Se prendiamo, invece, in considerazione il numero delle gare, il primato spetta al settore dell’arredo urbano e del verde pubblico con 2.397 gare di cui 309 aggiudicate, segue il settore “reti” con 1.884 di cui 490 aggiudicate e il settore degli impianti sportivi (1.751 gare, aggiudicate 312).

Graf 1.6 bandi di gara di PPP pubblicati per settori di attività



Fonte: Osservatorio Nazionale Partenariato Pubblico Privato

CAPITOLO 2

LE CARATTERISTICHE DEL PROJECT FINANCING

SOMMARIO: 2.1 I soggetti coinvolti – 2.1.1 Le autorità pubbliche – 2.1.2 La società di progetto – 2.1.3 I promotori – 2.1.4 Gli esperti indipendenti – 2.1.5 I realizzatori dell'opera – 2.1.6 Il gestore – 2.1.7 Gli acquirenti – 2.1.8 I fornitori – 2.1.9 Le banche – 2.2 Le fasi di un'operazione di project financing – 2.2.1 Progettazione – 2.2.2 Realizzazione – 2.2.3 Gestione – 2.3 Le tecniche del project financing

2.1. I soggetti coinvolti

Questo capitolo esamina i caratteri principali del project financing. Una delle caratteristiche più importanti è rappresentata dall'insieme dei soggetti che possono partecipare a vario titolo ad un'operazione di finanza di progetto, sia questa realizzata attraverso la tecnica Bot, Boot oppure Blt. Questi soggetti, dai promotori alla società di progetto passando per le banche e i fornitori, hanno interessi differenti tra di loro e partecipano, eseguendo diversi compiti, alle tre fasi che caratterizzano tutte le operazioni di project financing, ovvero: progettazione, realizzazione e gestione.

Il numero dei soggetti che partecipano ad una operazione di project financing varia al variare della struttura e della dimensione del progetto. In alcune fattispecie, inoltre, un soggetto può ricoprire anche diversi ruoli, si pensi ad esempio ad un promotore che al tempo stesso è anche uno degli acquirenti del prodotto, oppure ad un fornitore di materie prime che può ricoprire anche il ruolo di creditore.

I soggetti coinvolti in un'operazione di project financing instaurano fra di loro una serie di relazioni che vengono regolate attraverso un'attività di negoziazione la quale si concretizza nella struttura contrattuale di un progetto.

Un'operazione di finanza di progetto la si può rappresentare come un network contrattuale che presenta al proprio centro la società di progetto. Ciascuna controparte stipula contratti con la società di progetto in relazione a specifiche fasi o a specifiche

parti del progetto. Il successo dell'operazione si ottiene quando tutti gli interessi dei soggetti coinvolti, non sempre perfettamente convergenti, trovano simultanea soddisfazione⁵⁴.

2.1.1 Le autorità pubbliche

La finanza di progetto rappresenta una soluzione ai limiti sempre più stringenti al finanziamento pubblico degli investimenti. Grazie a tale strumento, infatti, è possibile limitare l'entità di risorse erogate dagli enti pubblici e, al tempo stesso, è possibile raggiungere maggiori livelli di efficienza grazie al coinvolgimento del privato.

Condicio sine qua non affinché un soggetto pubblico possa optare per la finanza di progetto al fine di realizzare un'opera pubblica è rappresentata dalla redditività del progetto stesso. Quest'ultimo deve, infatti, garantire un soddisfacente ritorno economico alle banche ed azionisti. La Pubblica Amministrazione è chiamata, quindi, a calarsi nella logica del mercato, e ad avere ben chiaro che ogni progetto può essere un'opportunità economica per i privati ma al tempo stesso ogni progetto è in concorrenza con tutte le altre possibilità di investimento presenti sul mercato⁵⁵.

La pubblica amministrazione può svolgere in queste operazioni un duplice ruolo⁵⁶:

- finanziatore del progetto: partecipa insieme ad altri sponsor privati al capitale di rischio dell'operazione, oppure corrisponde alla società di progetto un corrispettivo per la realizzazione di alcuni servizi, il cui interesse sociale è evidente, al fine di consentire l'equilibrio economico finanziario;
- interlocutore autoritativo e regolativo: emana bandi, concede licenze, assume impegni finalizzati alla costruzione dell'opera controlla la progettazione e la realizzazione, vigila sul rispetto delle normative ambientali, di sicurezza e di lavoro.

La pubblica amministrazione, nella veste di finanziatore del progetto, verificherà la fattibilità economico-finanziaria, la struttura contrattuale e commerciale, l'impatto ambientale, le caratteristiche tecnologiche dell'iniziativa con il supporto di un consulente finanziario.

⁵⁴ Cfr. S. Gatti, op. cit., pag. 131.

⁵⁵ Cfr. G. Imperatori, op. cit., pag. 100.

⁵⁶ Cfr. B. Carapella, op. cit., pag. 36.

Il consulente finanziario è chiamato a:

- fornire consulenze per valutare la redditività potenziale dell'opera;
- dar vita alla migliore struttura finanziaria tenendo conto delle esigenze della finanza pubblica;
- assistere il soggetto pubblico nell'impostazione della struttura societaria ritenuta più idonea;
- fornire consulenze relative alla stesura dei documenti destinati agli istituti bancari;
- fornire il proprio contributo nelle varie fasi di negoziazione, selezione e prequalifica relativa alle gare per l'aggiudicazione del progetto.

Dopo aver accertato la fattibilità economico-finanziaria dell'iniziativa e dopo aver considerato ogni sua caratteristica, il consulente finanziario redige un primo information memorandum⁵⁷ e un term-sheet⁵⁸ al fine di verificare la disponibilità di alcuni istituti finanziari a partecipare al finanziamento.

Il consulente finanziario affiancherà il soggetto pubblico durante la fase di selezione dell'istituto finanziario. Le offerte finanziarie saranno valutate sulla base della quota di capitale di rischio e sulla base delle garanzie di rivalsa richieste.

Potrà essere richiesto, ad esempio, all'ente pubblico di garantire quantitativi minimi di fatturato al fine di mantenere un determinato equilibrio economico-finanziario.

Il ruolo di finanziatore del progetto potrà essere ricoperto anche in forme diverse come ad esempio: socio della società di progetto⁵⁹ oppure conferimento di beni utili allo sviluppo dell'iniziativa.

Il ruolo, però, di maggiore criticità per la pubblica amministrazione è il ruolo autoritativo e regolativo. Infatti, le operazioni di project financing si fondano su un perfetto e puntuale adempimento degli obblighi assunti dalle parti. In tal senso le difficoltà amministrative e burocratiche, la lentezza di alcuni procedimenti

⁵⁷ Documento che riassume i principali elementi di un'operazione: descrizione del progetto, mercato di riferimento, qualità dei prodotti, acquirenti finali, modalità di determinazione delle tariffe, fabbisogno e struttura finanziaria etc.

⁵⁸ Documento che riassume i termini e le condizioni del finanziamento.

⁵⁹ A seconda della composizione societaria della società di progetto, il project financing può essere: *pubblico* (il capitale sociale della società di progetto è sottoscritto interamente da un ente pubblico); *misto* (il capitale sociale della società di progetto è apportato da soggetti sia pubblici che privati); *privato* (il capitale della società di progetto è sottoscritto interamente da un soggetto privato). Cfr. C.Tamarowski, *Project financing e opere pubbliche in Italia*, Egea, Milano 2001.

amministrativi e in alcuni casi l'aleatorietà dei tempi diventano uno dei rischi maggiori di un'operazione di project financing⁶⁰.

Le autorità pubbliche possono influenzare un'iniziativa in tre diversi modi:

- modificando il quadro normativo di riferimento;
- facilitando gli aspetti burocratici-amministrativi connessi al progetto;
- fornendo garanzie a supporto del progetto.

L'esito di un progetto è fortemente condizionato dal quadro normativo del paese in cui tale iniziativa si svolge. Modifiche normative possono cambiare notevolmente le sorti di un'iniziativa, si pensi a modifiche riguardanti il regime di proprietà, la convertibilità delle valute o modifiche riguardanti il regime di circolazione dei capitali.

Relativamente al secondo aspetto, è doveroso ricordare che l'iter burocratico e amministrativo rappresenta un ostacolo alla realizzazione di iniziative mediante project financing. La pubblica amministrazione, però, grazie a diversi strumenti come licenze, concessioni e autorizzazioni è in grado di velocizzare tale iter e favorire così il decollo delle iniziative.

La pubblica amministrazione, infine, è in grado di influenzare il grado di bancabilità di un progetto fornendo ad esempio delle garanzie di rivalsa, attraverso incentivi fiscali che permettono di ridurre i costi delle materie prime, oppure fornendo, in presenza di progetti da realizzare in Paesi terzi, garanzie a fronte di eventi come l'espropriazione, la confisca, la convertibilità delle risorse necessarie per far fronte al servizio del debito.

2.1.2 La società di progetto

La società di progetto viene costituita dai promotori al fine di realizzare l'iniziativa e realizzare quell'isolamento giuridico ed economico-finanziario tipico di ogni operazione di project financing.

Il core business della società di progetto è quello di gestire e coordinare le diverse attività necessarie per la realizzazione dell'opera, quindi l'attività di gestione operativa può anche essere delegata ad altre società specializzate.

⁶⁰ Cfr. B. Carapella, op. cit., pag. 36.

In questo caso La società di progetto è una creazione fittizia, un mero schermo eretto per collocare il finanziamento e il cash flow necessario al suo rimborso; una scatola vuota nata per far transitare denaro⁶¹.

La società di progetto, o Special Purpose Vehicle, potrà assumere una forma di società a responsabilità limitata o società per azioni, sicuramente non di società di persone poiché quest'ultime non prevedono la responsabilità limitata per le obbligazioni sociali. Negli ultimi anni nel nostro Paese la maggior parte delle società di progetto hanno assunto la forma di società a responsabilità limitata e non per azioni; tale decisione è probabilmente legata ad una maggiore semplicità organizzativa ed ad un minimo importo di capitale sociale che la s.r.l. richiede rispetto alla s.p.a..

La società di progetto, quindi, rappresenta il veicolo giuridico creato appositamente dai promotori per poter realizzare l'opera e, il più delle volte, l'unico debitore dell'intera operazione. In alcuni casi, però, il debitore dell'operazione può anche non essere la società di progetto ma il cosiddetto *trustee borrowing vehicle* o *security trustee*.

In presenza del trustee borrowing vehicle è quest'ultimo che riceve i fondi necessari per il progetto e che provvede ai pagamenti dovuti dalla società di progetto. Inoltre, è sempre il trustee borrowing vehicle a ricevere i ricavi generati dal progetto e ad utilizzare i flussi finanziari per rimborsare il debito contratto, riconoscendo alla società di progetto solo l'eventuale surplus.

Nel caso, invece, del security trustee, il finanziamento viene contratto dalla società di progetto la quale provvederà anche ai diversi pagamenti dovuti. I ricavi generati dal progetto sono, invece, propri del security trustee che, dopo aver rimborsato il debito contratto precedentemente dalla società di progetto, riconosce a quest'ultima eventuali surplus. In entrambi i casi sia il ruolo del trustee borrowing vehicle che del security trustee vengono ricoperti da una banca⁶².

2.1.3. I promotori

Il promotore, in base all'art. 153, comma I, del codice dei contratti pubblici, è il soggetto che promuove l'iniziativa, che dà forma all'idea e la guida nel percorso di formulazione fino a diventare progetto⁶³.

⁶¹ Cfr. S.Gatti, op. cit., pag. 89.

⁶² Cfr. G. Imperatori, op. cit., pag. 84.

⁶³ Cfr. M Lettieri, *Il project financing. Disciplina e operatività*. Aracne, Roma, 2009, pag. 55.

Questo ruolo può essere ricoperto da soggetti pubblici e privati i quali provvedono alla costituzione della società di progetto conferendo in essa capitale di rischio.

Il promotore, quindi, non è colui che ha avuto l'idea del progetto e ne stimola l'attuazione, ma promotore è quel soggetto, o quei soggetti, che danno vita alla società veicolo al fine di conseguire benefici economici derivanti dalla gestione operativa dell'opera.

Anche la Pubblica Amministrazione può ricoprire il ruolo di promotore soprattutto in quei casi in cui vi sono degli obiettivi di sviluppo economico legati al progetto. Come promotore l'ente pubblico partecipa al capitale sociale dello special purpose vehicle e , quindi, chi si aggiudica la gara diventerà socio della Pubblica Amministrazione^{64 65}.

La principale attività svolta dai promotori è quella di strutturare il progetto sotto il profilo tecnico, giuridico, operativo e finanziario. Questa è un'attività molto complessa che richiede specifiche conoscenze e competenze e che rappresenta un elemento essenziale per la buona riuscita di tutta l'iniziativa. Il promotore è chiamato, ad esempio, ad analizzare: il mercato di riferimento, la struttura societaria dello SPV più idonea anche sotto il profilo fiscale, i contratti con tutti gli altri soggetti partecipanti all'operazione, la quota di capitale proprio e di terzi necessaria per costituire la società di progetto e dare il via all'iniziativa, i criteri per impostare una corretta gestione economica e così via.

Il ruolo del promotore non è di semplice investitore ma soprattutto di sviluppo dell'iniziativa e di riferimento organizzativo e previsionale. In generale l'affidabilità economico-finanziaria di un progetto è direttamente proporzionale alle conoscenze e competenze degli sponsor.

Si capisce come le banche prima di concedere un determinato finanziamento o valutare la fattibilità economico-finanziaria di una determinata iniziativa pongono particolare attenzione ai promotori e alle loro capacità professionali.

Nella maggior parte dei casi, però, i promotori non sono in grado di adempiere a questo insieme variegato di compiti e per tale ragione hanno l'esigenza di rivolgersi a consulenti esterni.

⁶⁴ Per tutte le opere realizzate attraverso la concessione di costruzione e gestione al soggetto pubblico promotore spetta il compito di elaborare un'idea esecutiva e, successivamente, il compito di emanare un bando di gara compatibile con l'impostazione di project financing.

⁶⁵ A seconda della composizione societaria della società di progetto, il project financing può essere: pubblico (il capitale sociale è sottoscritto interamente dalla un ente pubblico, misto (il capitale sociale è sottoscritto da soggetti sia pubblici che privati, privato (il capitale sociale è sottoscritto interamente da soggetti privati).

2.1.4. Gli esperti indipendenti

Durante la fase di identificazione e strutturazione del progetto, la società veicolo deve avvalersi dell'assistenza di professionalità di esperti indipendenti per verificare tutti gli elementi relativi al progetto.

Gli aspetti il più delle volte analizzati dagli esperti indipendenti sono quelli legali e tecnologici legati all'iniziativa⁶⁶.

Gli aspetti tecnologici possono riguardare la tipologia di impianti necessari, i processi di manutenzione, le materie prime da utilizzare, il personale da impiegare, le caratteristiche dei beni o servizi prodotti, ecc.

Gli aspetti legali riguardano, invece, la forma societaria della società di progetto, il tipo di contratti con le principali controparti commerciali e le caratteristiche delle linee di finanziamento attivabili; nella maggior parte dei casi, ogni partecipante ad un'operazione di project financing si avvale, per tutta la durata dell'operazione, della consulenza di uno o più studi legali.

I costi relativi ai consulenti esterni sono inizialmente a carico dei promotori, i quali successivamente li trasferiscono in capo alla società di progetto.

2.1.5. I realizzatori dell'opera

I realizzatori dell'opera, denominati anche contractors, sono tutte quelle società che sono incaricate di realizzare l'opera e possono quindi anche non coincidere con i promotori della medesima.

Il costruttore, quindi, è quell'impresa, o quelle imprese, che si aggiudicano la concessione per la costruzione dell'opera sulla base di un contratto "chiavi in mano" stipulato con co gli sponsor ed i finanziatori della società di progetto⁶⁷.

Tutti gli obblighi contrattuali, nel caso di più imprese costruttrici, vengono assunti dal "main contractor" che si impegna direttamente con la società di progetto e che successivamente ripartisce tra le diverse imprese partecipanti.

Il main contractor è l'unico interlocutore della società di progetto, sarà responsabile per tutti quei danni derivanti, ad esempio, da un ritardo nel completamento dell'opera, ma

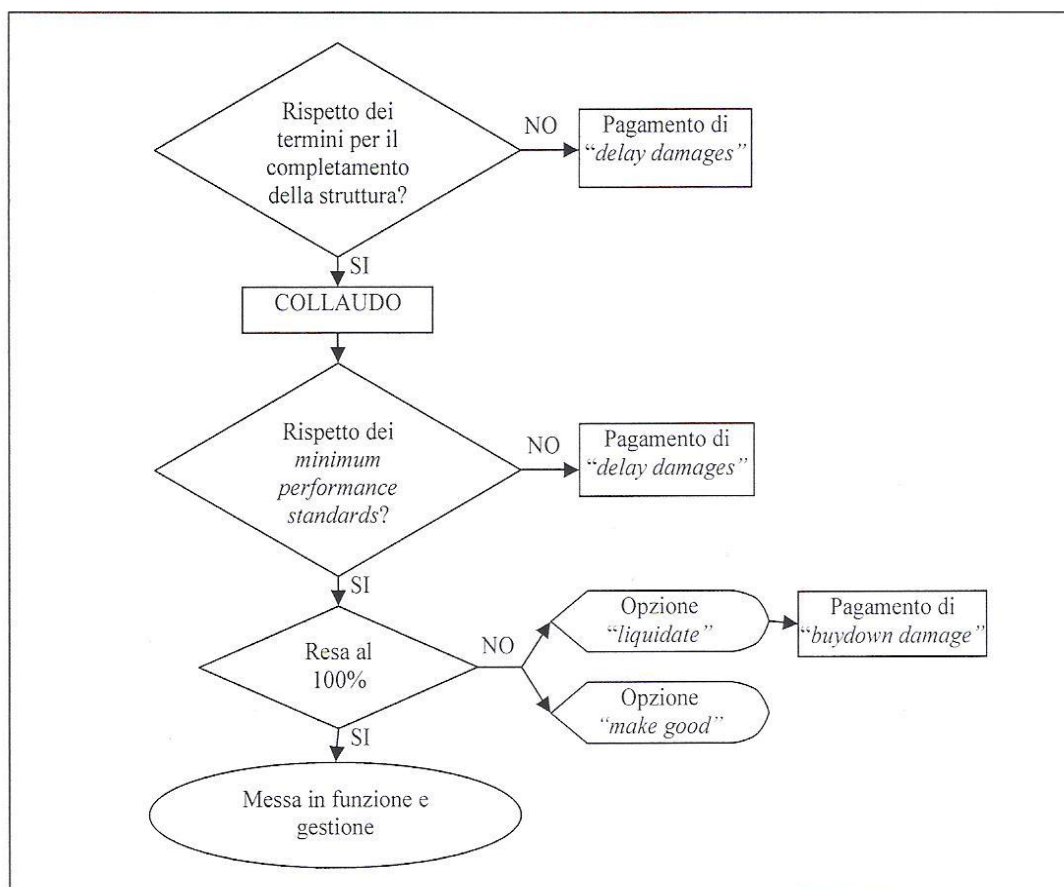
⁶⁶ Cfr. G. Imperatori, op. cit., pag. 106.

⁶⁷ La fase di costruzione ed i vari rischi collegati possono incidere sui flussi di cassa attesi. Per questo motivo il costruttore viene di solito onerato di tutti i rischi riguardo alla fase costruttiva come ad esempio: i maggiori costi di realizzazione, la qualità della realizzazione, il reperimento delle risorse finanziarie necessarie. Cfr. M.Lettieri, *Il project financing*, Aracne, Roma, 2009.

sarà anche il beneficiario di un compenso aggiuntivo nel caso il progetto fosse completato prima dei tempi stabiliti.

Una volta completato l'impianto dovrà superare alcuni test di performance e nel caso di esito negativo il main contractor è tenuto al pagamento di penali, le cosiddette liquidated damages. L'impianto, però, può anche superare con esito positivo il test di performance ma al tempo stesso non operare al 100%. In questo caso il costruttore può: scegliere di non effettuare ulteriori interventi e corrispondere alla società di progetto una somma pari alla differenza tra ricavi in presenza di una resa pari al 100% e ricavi attualizzati, oppure scegliere di sostenere ulteriori costi per portare l'impianto al 100% della resa entro un definito periodo di tempo⁶⁸.

Fig. 2.2 Minimum performance standards e penali che gravano sul costruttore



Fonte: S. Gatti, Manuale di project financing, Bancaria editrice., Roma, 1999.

⁶⁸ Si veda capitolo 3 "I rischi in un'operazione di project financing".

2.1.6. Il gestore

È il soggetto al quale viene affidata la gestione dell'opera una volta realizzata. Questo ruolo il più delle volte viene ricoperto dalla società di progetto oppure dagli stessi contractor. Il gestore è chiamato sia a gestire l'opera al fine di ottenere quei flussi di cassa necessari per la buona riuscita dell'iniziativa, sia a svolgere l'attività di manutenzione sull'impianto al fine di assicurare un'efficiente gestione in condizioni di resa prestabilite.

L'attività svolta dal gestore è l'attività più importante durante la fase operativa dell'iniziativa e per tale motivo il gestore deve possedere conoscenze e competenza tali da poter rendere nullo il rischio operativo, ovvero il rischio che le performance dell'impianto siano al di sotto dei Minimum Performance Standard. per mitigare tale rischio possono essere utilizzate diverse tipologie di contratto:

- *contratto a prezzo fisso*: il gestore dell'opera si assume tutti i rischi legati all'andamento dei costi operativi; realizzerà un profitto, quindi, solo se tali costi sono superiori al compenso pattuito in via preliminare con la società di progetto
- *contratto a struttura pass-through*: la società di progetto si accolla i costi operativi, mentre il gestore riceve un compenso fisso più dei bonus (malus) legati alle performance dell'impianto.

2.1.7 Gli acquirenti

Gli acquirenti sono coloro i quali acquistano il prodotto finito realizzato dalla società di progetto. Gli acquirenti, come ha affermato lo studioso Gatti (Manuale di project finance, bancaria editrice, Roma, 1999) possono essere una generica collettività e quindi un mercato "al dettaglio" o un'unica impresa che si impegna a rilevare tutta la produzione della società di progetto. Mercato "all'ingrosso".

Gli utenti finali dell'iniziativa giocano un ruolo molto importante circa il grado di bancabilità dell'iniziativa. Infatti tanto maggiore è la certezza che gli utenti finali acquisteranno il prodotto/servizio tanto maggiore sarà la propensione della banca a concedere il finanziamento e quindi la buona riuscita dell'iniziativa.

2.1.8. I fornitori

I fornitori sono quei soggetti che conferiscono alla società di progetto le materie prime necessarie per il funzionamento dell'iniziativa sulla base di contratti di fornitura pluriennali. Questi svolgono un ruolo molto importante poiché il rispetto dei costi, della qualità degli approvvigionamenti e dei tempi di consegna sono fondamentali per il successo dell'operazione.

Per poter fronteggiare il rischio di approvvigionamento vengono stipulati con il fornitore contratti di fornitura incondizionata (*put or pay agreement*), che obbligano il fornitore a vendere un determinato volume quantitativo e qualitativo di input ad un prezzo prefissato. In caso di inadempienze da parte del fornitore, quest'ultimo sarà chiamato a reintegrare il maggior costo sostenuto dallo SPV per acquistare gli input necessari da un altro fornitore⁶⁹.

2.1.9. Le banche

Le banche svolgono un ruolo importantissimo in ogni operazione di project financing. In queste operazioni il ruolo svolto dal finanziatore risulta essere molto più articolato rispetto al ruolo che questo svolge in presenza di un finanziamento d'impresa: gli intermediari finanziari, istituti bancari in primis, non sono un elemento esogeno, esterno al progetto industriale, che viene chiamato in causa in un secondo momento e che non influisce sostanzialmente sulla transazione reale, ma, al contrario sono un elemento endogeno in ogni momento di vita del progetto e generalmente entrano in gioco sin dalle sue prime fasi di vita⁷⁰. Gli istituti bancari svolgono sia il ruolo di consulente finanziario (*financial advisors*) sia di finanziatori del progetto.

Come consulenti finanziari le banche possono fornire consulenze sia ad un soggetto pubblico in presenza di un progetto con valenza pubblica, sia alle imprese che, ad esempio, concorrono per aggiudicarsi la concessione di una determinata opera⁷¹.

Nel primo caso l'istituto bancario è chiamato ad identificare la migliore soluzione progettuale da un punto di vista economico-finanziario; a formulare una proposta

⁶⁹ Si veda capitolo 3 "I rischi in un'operazione di project financing".

⁷⁰ Cfr. G. Imperatori, op. cit., pag. 85.

⁷¹ In questo caso si fa riferimento alla tecnica di project financing di tipo Bot (Build-operate-transfer) ovvero quando il soggetto pubblico dopo aver indetto una gara rilascia alla società di progetto il compito di realizzare l'opera e la gestione nel corso del periodo di concessione. Solo alla scadenza di tale periodo, l'opera viene trasferita al soggetto pubblico.

finanziaria compatibile con il coinvolgimento di capitali privati ed, inoltre, a formulare con la Pubblica Amministrazione il contenuto delle condizioni di concessione da mettere in gara.

Nel secondo caso, invece, il ruolo della banca è quello di fornire quanti più consigli possibili all'impresa affinché quest'ultima sia in grado di presentare un'offerta finanziariamente competitiva.

Risulta essere evidente la necessità, sia di soggetti privati che pubblici, di ricorrere ad un consulente finanziario poiché le banche conoscono perfettamente le caratteristiche che un'iniziativa deve presentare per poter essere bancabile nonché le modalità di organizzazione e presentazione delle informazioni per una facile lettura da parte dei potenziali finanziatori.

Va ricordato, peraltro, che la presenza di un consulente finanziario, dotato di un'ottima reputazione, può favorire l'accoglimento del progetto da parte del mercato.

Il primo compito che si trova ad affrontare un istituto bancario in veste di consulente è quello di analizzare tutte le informazioni relative al progetto possedute dal promotore come ad esempio: il tipo di prodotto, le caratteristiche dell'opera e degli impianti, la concorrenza, il rischio paese, il fabbisogno finanziario e così via.

Due aspetti molto importanti che le banche prendono in seria considerazione durante la fase di valutazione iniziale sono: la tecnologia e l'aspetto legale del progetto.

Relativamente al primo aspetto, la tecnologia di un progetto influisce sulle materie prime da acquistare, sul personale da utilizzare e sulle caratteristiche del prodotto/servizio offerto. Tutti questi elementi hanno un impatto notevole sui conti economici-finanziari dell'operazione e, per tale ragione, il più delle volte il consulente finanziario nel valutare questo aspetto si serve anche di consulenze da parte di società di ingegneria.

Relativamente, invece, all'aspetto legale, la forma giuridica della società di progetto e i vari contratti stipulati con le controparti commerciali possono, ad esempio, modificare il carico fiscale dell'iniziativa, con consistenti effetti per l'economia del progetto.

Dopo aver raccolto ed analizzato tutti i dati a disposizione l'advisor procede con una elaborazione di una prima struttura economico-finanziaria del progetto⁷². Sempre il

⁷² Il lavoro preliminare svolto dal consulente finanziario è contenuto in una relazione informativa, l'information memorandum, nella quale il progetto viene esposto in dettaglio per poter essere presentato a tutti coloro che sono potenzialmente interessati.

financial advisor assiste i promotori nelle negoziazioni del progetto e nella contrattazione con le banche per le condizioni di finanziamento.

Il più delle volte il compito svolto dall'advisor finisce in questo momento, ma se il consulente è al tempo stesso anche un istituto bancario allora il promotore gli può avanzare la proposta di partecipare, anche in parte, al finanziamento dell'operazione.

Tale richiesta, però viene considerata impropria perché può far innescare un conflitto di interessi. Il consulente finanziario, infatti, potrebbe in sede di strutturazione dell'operazione, favorire coloro i quali verseranno capitale di debito.

Bisogna ricordare, però, che non vi è una regola generalmente valida, spetta ai promotori stabilire la soluzione di volta in volta più appropriata ai propri interessi.

Come già accennato all'inizio del paragrafo, il secondo ruolo svolto dalle banche è quello di finanziatore. In questo caso, la banca può svolgere diverse funzioni, ovvero:

- *Arranger*: è la banca che decide di erogare il finanziamento a favore della società di progetto. Quando l'ammontare del finanziamento è molto elevato per essere sottoscritto da una sola banca, la banca arranger cerca di assicurare il collocamento del finanziamento sul mercato finanziario da parte di una o più istituzioni finanziarie creando così un pool di banche sottoscrittrici.

Il più delle volte l'attività svolta dall'arranger si associa alla prestazione agli sponsor di una garanzia underwriting ovvero, di sottoscrizione totale del finanziamento in assenza di finanziatori interessati al sostegno del progetto. Questa è una garanzia molto apprezzata dagli istituti finanziari poiché segnala la fiducia che l'arranger pone nell'iniziativa realizzata dalla società di progetto.

L'underwriting assume inizialmente maggiori rischi rispetto a quelli ritenuti ottimali, infatti il rischio di insuccesso nella fase della sindacazione è a carico solo dell'arranger; al tempo stesso però, la successiva vendita di quote del finanziamento consentirà alla banca arranger di aumentare la redditività del capitale impiegato nell'operazione.

L'alternativa al fully underwritten, è il cosiddetto best effort (massimo impegno): in questo caso l'arranger dopo aver predisposto la struttura finanziaria e il documento di presentazione del progetto si impegna "al meglio delle proprie possibilità" a sindacare i finanziamenti senza però assumere alcuna responsabilità in caso di insuccesso (G. Imperatori, op. cit., pag. 90).

In questo caso l'operazione presenta maggiori rischi di insuccesso poiché le banche invitate a partecipare al finanziamento non possono contare sul sostegno totale della banca arranger, indice di un'assoluta fiducia nella buona riuscita dell'operazione.

Una situazione intermedia tra un'operazione cosiddetta fully underwritten e best effort è rappresentata dalla fully committed. In questo caso l'arranger si impegna a sottoscrivere una quota rilevante del finanziamento a patto, però, che in fase di sindacazione vengano raccolte partecipazioni pari ad almeno alla quota non originariamente committed⁷³.

Una banca di investimento o una banca commerciale può ricoprire contemporaneamente sia il ruolo di advisor che quello di arranger. Questa scelta però spetta solo alla società di progetto la quale può optare per tre diverse soluzioni: separazione netta tra arranger e advisor, commistione dei ruoli, oppure potrebbe decidere di mettere in concorrenza il suo advisor con altri potenziali arranger.

Con la prima soluzione la società di progetto ridurrà il conflitto di interessi dell'advisor, il quale si limiterà a fornire consulenze per far decollare il progetto. Al tempo stesso però questa scelta è molto più costosa per lo SPV, e questo aggravio di costi potrebbe essere evitato optando per il modello dell'integrazione⁷⁴. Optando, invece, per il modello dell'integrazione la società di progetto potrà contare su una maggiore efficienza nella strutturazione dell'operazione anche se la banca potrà prezzare il package finanziario nel modo per sé più remunerativo.

- *Agent bank*: la banca agente è il soggetto che si fa carico di controllare, per conto dell'intero pool di banche, tutti gli aspetti amministrativi del progetto. Questa provvede ad incassare i servizi del debito, le commissioni e a distribuirle agli altri finanziatori.

⁷³ Se l'importo dei finanziamenti ammonta a 30 milioni di euro, l'arranger può impegnarsi già dall'inizio, comunicandolo alle banche invitate a partecipare all'operazione, a sottoscrivere una quota di 10 milioni di euro. Se in fase di sindacazione aderiscono otto banche ognuna per un importo di 2,5 milioni, l'impegno dell'arranger è confermato e il finanziamento è disponibile. Ogni operazione in eccesso ai 20 milioni va a ridurre la quota dell'arranger fino a che questa non raggiunge l'importodi 2,5 milioni. Eventuali partecipazioni ridurranno pro quota la partecipazione di tutti i finanziatori. G.Imperatori, op. cit., pag. 90.

⁷⁴ La remunerazione richiesta da un consulente finanziario prevede un pagamento iniziale al conferimento dell'incarico (work fee), dei pagamenti mensili (monthly retainers) a fronte di costi sostenuti e del lavoro svolto e un pagamento finale al termine del lavoro (success fee).

La banca agente, quindi, è l'unico interlocutore della società di progetto e, di conseguenza, rende più rapido il flusso di comunicazioni e più snello il processo decisionale nel caso in cui dovessero sopraggiungere degli imprevisti. Il rapporto tra la società di progetto, gli altri partecipanti all'iniziativa e la banca agente è regolato nei contratti di finanziamento e nel pacchetto delle garanzie, mentre il rapporto tra i finanziatori e la banca agente è regolato in un accordo tra creditori.

- *Project engineering bank o technical bank*: sono banche che hanno il compito di controllare continuamente, sia sotto un punto di vista tecnico che commerciale, l'andamento del progetto. La technical bank è chiamata, ad esempio, ad informare tutti i finanziatori di eventuali scostamenti rispetto a quanto previsto, delle proiezioni finanziarie sui flussi di cassa attesi, dei programmi di costruzione dell'opera, dei budget di spesa al fine di valutare e coordinare con la società di progetto soluzioni idonee limitare l'entità dei danni e al recupero della redditività del progetto.
Il più delle volte questo ruolo viene ricoperto dalla banca agente poiché quest'ultima ha una conoscenza approfondita del progetto.
- *Lead manager, manager, co-manager*: sono banche hanno il compito di erogare una quota parte del finanziamento strutturato dall'arranger. La distinzione tra le tre figure risiede nell'importo della partecipazione e nella possibilità che i primi due possono essere chiamati all'underwriting di parte del finanziamento insieme all'arranger⁷⁵.
- *Participant Bank*: sono banche che partecipano al finanziamento con un soglia inferiore al lending commitment.
- *Documentation Bank*: è la banca che ha il compito di redigere e conservare la documentazione relativa a tutta l'operazione.

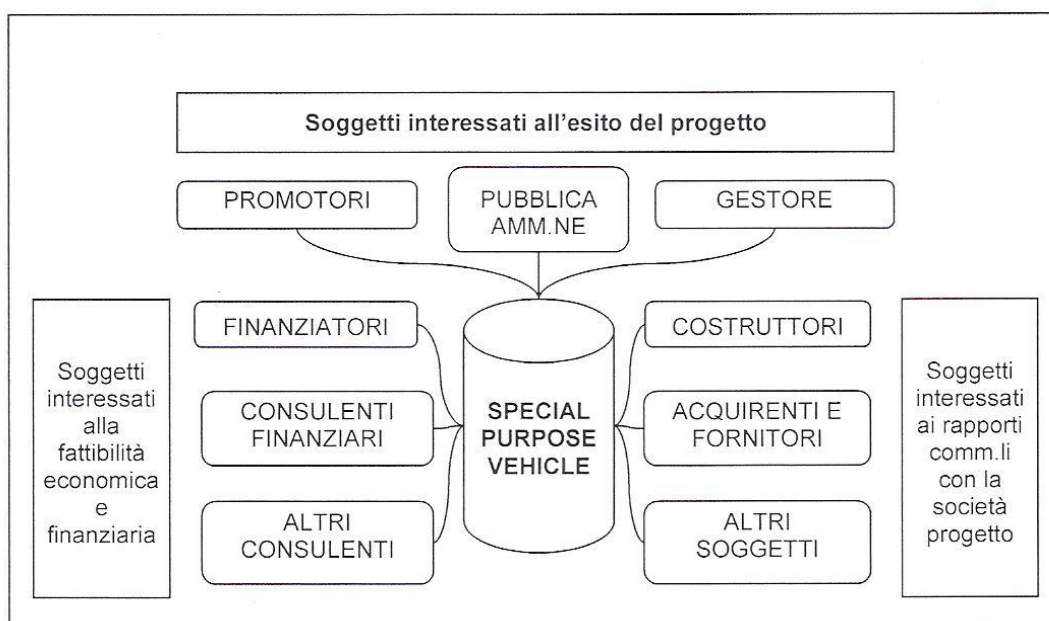
⁷⁵ Cfr. S.M. Sambri, *Project financing. La finanza di progetto per la realizzazione di opera pubbliche*, CEDAM, 2012, pag 496.

Fig. 2.5 Tipologie di servizi proposte dagli intermediari finanziari

| <i>Advisory (consulenza)</i> | <i>Lending (servizi relativi al finanziamento)</i> |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> Analisi degli aspetti tecnici Analisi degli aspetti normativi e legali | <ul style="list-style-type: none"> Erogazione di finanziamenti ponte Sottoscrizione di finanziamento bancario |
| <ul style="list-style-type: none"> Due diligence dei soggetti coinvolti nell'operazione Sviluppo delle ipotesi di allocazione dei rischi | <ul style="list-style-type: none"> Erogazione di finanziamento in pool Concessione di leasing impiantistico |
| <ul style="list-style-type: none"> Redazione del business plan ed elaborazione dell'analisi di sensitività Determinazione del fabbisogno finanziario delle modalità di copertura Identificazione delle modalità di approvvigionamento di capitale e di debito e di rischio Organizzazione e negoziazione dei termini del finanziamento | <ul style="list-style-type: none"> Conferimento di capitale di rischio Conferimento di mezzanine finance Prestazione di garanzie Gestione tecnica dei rapporti con lo SPV: agency, tenuta della documentazione, monitoraggio dell'uso dei fondi da parte del prestatore |
| <ul style="list-style-type: none"> Organizzazione e negoziazione dei termini di emissioni obbligazionarie | |

Fonte: S. Gatti, Manuale di project finance, Bncaria editrice, Roma, 1999

Fig. 2.6 I soggetti coinvolti in un'operazione di project financing



Fonte: M.Comana, Il project financing per le opere di media dimensione, Franco Angeli, Milano, 2003.

2.2 Le fasi di un'operazione di project financing

Ogni operazione di project financing si differenzia dalle altre per diversi fattori come ad esempio: la tecnica utilizzata, i ruoli ricoperti dai soggetti coinvolti nell'operazione, i rischi che caratterizzano una determinata iniziativa e così via. Ogni operazione di project financing, però, può essere suddivisa in tre diverse fasi:

- progettazione;
- realizzazione;
- gestione.

Nella prima fase i soggetti finanziatori mettono progressivamente a disposizione del Progetto le risorse finanziarie necessarie alla sua realizzazione. Normalmente la maggior parte delle risorse finanziarie è messa a disposizione da pool di banche finanziatrici attraverso appositi contratti di finanziamento nei quali sono previste rigorose procedure che di volta in volta consentono l'erogazione di singole tranches del finanziamento⁷⁶.

La realizzazione dell'opera, invece, ha inizio dopo la definizione di tutti gli accordi commerciali e finanziari tra i vari soggetti partecipanti e con l'avvio dei lavori di costruzione. In questa fase, assume notevole rilevanza anche l'attività di monitoraggio dello stato di avanzamento dei lavori⁷⁷. Qualora il progetto non esprima i livelli di performance attesi dovranno essere attivati tutta una serie di azioni volta a riportare il progetto nelle condizioni di erogazione di prestazioni previsti dal contratto di costruzione. Durante la fase di gestione, infine, il progetto inizia a generare i flussi di cassa necessari a rimborsare i finanziamenti. E' in questa fase che potrà essere realmente verificata la capacità del progetto di far fronte ai finanziamenti contratti per la sua realizzazione attraverso il flusso di cassa generato⁷⁸.

2.2.1 Progettazione

In questa fase vengono individuati i bisogni della collettività e gli interventi necessari per soddisfarli che saranno inseriti nel programma triennale dei lavori pubblici.

⁷⁶ Cfr: http://www.utfp.it/project_financing.htm#3

⁷⁷ Cfr. Imperatori, op. cit., pag. 109.

⁷⁸ Cfr: http://www.utfp.it/project_financing.htm#3

All'individuazione dell'idea progettuale segue la sua strutturazione sotto il profilo tecnico, giuridico e finanziario.

La fase di progettazione, quindi, è quella in cui si cerca di tutelare gli interessi di tutti i soggetti che partecipano all'operazione.

In questa prima fase un ruolo molto importante viene giocato dalle banche in qualità di advisors finanziari per una prima impostazione del progetto, di arrangers per la negoziazione di tutte le condizioni del prestito e per la sindacazione sui mercati finanziari, e di sottoscrittori del finanziamento.

In generale è molto difficile stabilire il momento in cui una banca entra a far parte di un progetto, questo, infatti, dipende dalla capacità dell'istituto di "stare sul mercato": rapporti consolidati con il promotore, elevata esperienza in un determinato settore, costante attenzione al mercato e così via.

Se, invece, si prende in considerazione solo il ruolo dell'advisor finanziario è possibile affermare che questo entra a far parte della fase di progettazione a seguito di un'iniziativa di promotori privati interessati a un determinato progetto oppure a seguito di un'iniziativa di un soggetto appartenente alla pubblica amministrazione.

La fase di progettazione, quindi, prende avvio con la presentazione dell'idea progettuale a una banca e procede con la verifica tecnica, economica e finanziaria nonché con la strutturazione giuridica dell'intero progetto.

A questo punto è opportuno fare una distinzione fra progetto pubblico e privato.

Nel caso in cui il progetto debba essere avviato da un soggetto pubblico⁷⁹, una volta individuata l'idea progettuale sarà necessaria l'assistenza di una banca (advisor) per valutare la fattibilità dell'intero progetto e per strutturare l'operazione finanziaria in modo da renderla bancabile.

La banca quindi, dopo aver valutato il progetto redigerà un documento informativo preliminare nel quale verranno evidenziate le caratteristiche principali dell'opera che si intende realizzare e le linee guida che si intendono seguire per la sua realizzazione.⁸⁰

Se il progetto richiede anche un intervento finanziario da parte del soggetto pubblico la banca è chiamata anche a definire l'apporto di capitale a favore della società di progetto.

⁷⁹ Si pensi alla realizzazione di un parcheggio che prevede il ricorso, almeno parziale, a capitali privati.

⁸⁰ Se il progetto è molto grande, secondo una prassi internazionale ormai affermata, la Pubblica Amministrazione invia il documento predisposto dall'advisor alle principali banche internazionali con un duplice obiettivo: far conoscere il progetto al mercato e ricevere quanti più consigli possibili. Un esempio di progetto realizzato con questa tecnica di consultazione è quello dell'aeroporto di Hong Kong.

Questo accade in tutti quei casi in cui i flussi di cassa prospettici non sono in grado di finanziare l'intero progetto, di conseguenza vi è la necessità di un intervento pubblico.

Un altro compito che può svolgere l'advisor in questa fase è quello di mettere in competizione i potenziali finanziatori al fine di realizzare la struttura finanziaria più conveniente per la pubblica amministrazione. Alla luce di tutte queste considerazioni, risulta essere necessaria la presenza di un istituto bancario durante la fase di progettazione: solo l'advisor ha le competenze e le conoscenze necessarie per strutturare un'ipotesi progettuale o addirittura per innescare una vera e propria gara tra possibili finanziatori.

Infine, sempre l'advisor ha il compito di contribuire alla predisposizione della struttura societaria e alla formulazione del bando di gara.

Come ricordato precedentemente, l'advisor può entrare nella fase di progettazione anche a seguito di un'iniziativa da parte di promotori privati interessati ad un determinato progetto che non affrontano nessuna selezione competitiva.

In questo caso, il compito principale dell'advisor è quello di strutturare il progetto minimizzando l'impegno finanziario dei promotori.

Possiamo affermare che il ruolo svolto dalla banca durante la fase di progettazione è quello di coordinare il lavoro di più soggetti (promotori, acquirenti, società di progetto e così via) con diverse competenze al fine di realizzare una proposta progettuale bancabile.

L'intero lavoro svolto dalla banca advisor è contenuto in tre diversi documenti:

- ✓ Lo studio preliminare di fattibilità
- ✓ Il term-sheet
- ✓ L'information memorandum

Relativamente al primo documento, lo studio preliminare di fattibilità raccoglie tutte quelle informazioni necessarie per una prima costruzione dei flussi di cassa attesi. Il fine ultimo di tale documento è quello di verificare, attraverso test e valutazioni di natura tecnica ed economica, se vi è la possibilità di strutturare un finanziamento facendo ricorso al project financing.

Rispetto all'information memorandum le informazioni contenute nel documento in esame risultano essere molto più sintetiche e per la maggior parte dei casi queste devono essere ancora verificate e approfondite.

Per quanto riguarda, invece, il secondo documento, il term-sheet raccoglie tutte le condizioni contrattuali e finanziarie dell'iniziativa tra cui: l'entità dei finanziamenti erogati, i termini di utilizzo e rimborso dei prestiti, il tasso d'interesse applicato, le commissioni riconosciute alle banche, gli eventuali covenants⁸¹ che gravano sul debitore.

Infine, relativamente all'ultimo documento, come ricordato in precedenza, l'information memorandum è il documento di base di ogni progetto e riassume tutti i principali elementi di un'operazione. Le informazioni più importanti contenute nell'information memorandum sono:

- ✓ la descrizione del progetto
- ✓ i promotori e la struttura societaria
- ✓ il quadro normativo di riferimento
- ✓ la costruzione delle opere
- ✓ la tecnologia del progetto
- ✓ l'impatto ambientale
- ✓ il modello economico finanziario
- ✓ la struttura finanziaria del progetto
- ✓ l'analisi di sensitività

Fra tutte queste informazioni quelle che meritano particolare attenzione sono quelle relative al modello economico finanziario.

Queste informazioni forniscono dati su investimenti, costi, ricavi, indispensabili per costruire il piano economico-finanziario.

Il piano economico-finanziario fornisce una dettagliata analisi dei fabbisogni finanziari, delle modalità di copertura e della capacità del progetto di ripianare il debito e di garantire un'adeguata remunerazione del capitale investito.

L'analisi prevede la stima dei cash flow generati dai ricavi e dai costi in tutte le fasi di vita del progetto al fine di definire le effettive esigenze finanziarie e di individuare il piano di ammortamento per il rimborso del debito più coerente possibile.

⁸¹ I covenants sono impegni, obblighi o limitazioni imposti al debitore.

L'advisor non si limita, però, all'elaborazione di questo primo quadro di riferimento ma, avvalendosi di alcune assunzioni, osserva come queste possono incidere sui flussi di cassa attesi⁸².

È necessario quindi effettuare una serie di test per valutare il comportamento del progetto al variare di alcune condizioni contenute nel caso base. Il risultato di questi test è rappresentato dalla generazione di diversi scenari, ciascuno dei quali mostrerà la performance del progetto al variare di una serie, più o meno ampia, di parametri: si tratta, in sostanza, di un'analisi di sensitività con cui si vuole fornire ad un potenziale finanziatore un possibile spettro di casi, da quello base a quello più pessimistico, per stabilire il grado di resistenza del progetto ad eventi potenzialmente negativi.

Da ultimo, scopo del piano economico-finanziario, è quello di individuare la struttura finanziaria del progetto, vale a dire il rapporto debito/capitale ottimale per sostenere l'iniziativa da intraprendere.

2.2.2 Realizzazione

Durante la fase di realizzazione del progetto viene costituita la società di progetto e vengono sottoscritti i principali contratti con le banche finanziatrici⁸³, i realizzatori dell'opera e le controparti commerciali. Con l'erogazione dei primi finanziamenti da parte delle banche, ha dunque inizio la costruzione dell'opera.

È tipico in questa fase anche un'attività di monitoraggio delle opere in costruzione svolta da società indipendenti per conto delle banche finanziatrici.

Questa è una fase particolarmente delicata per le banche finanziatrici poiché parallelamente all'erogazione di finanziamenti cresce la loro esposizione e quindi il rischio finanziario. Inoltre, in questa fase il progetto non produce nessun ricavo e, se non vengono seguite tutte le regole previste per la realizzazione dell'opera, potrebbe non produrne neanche in futuro.

⁸² Le ipotesi si riferiscono a tutti i più importanti indicatori di "scenario" macroeconomico, per esempio il tasso di crescita del Pil, il tasso d'inflazione, i tassi di interesse a breve e a lungo termine. Altre assunzioni sono invece collegate a indicatori specifici del progetto, come il costo delle materie prime, il prezzo di vendita, il rapporto capitale di debito/capitale proprio, la distribuzione dei dividendi.

⁸³ I principali contratti stipulati con i finanziatori sono: *il credit agreement* (contiene tutte le condizioni ed i termini dei contratti di finanziamento); *il security package* (identifica tutte le garanzie prestate a favore del progetto); *gli hedging agreements* (contratti stipulati per la copertura dei rischi derivanti dalle possibili oscillazioni dei tassi di interesse e dei tassi di cambio); *l'intercreditor agreement* (disciplina le relazioni fra tutti gli intermediari partecipanti al sindacato di finanziamento); *gli equity contribution agreements* (contratti relativi ai conferimenti di capitale da parte degli sponsor a favore della società di progetto).

Prima dell'inizio dei lavori, la società di progetto si assicura, inoltre, anche quell'insieme di contratti, permessi ed altra documentazione legale di cui necessita per la realizzazione e la conduzione dell'opera, ovvero:

- le concessioni rilasciate dalla Pubblica Amministrazione, indispensabili quando si realizzano in project financing opere pubbliche o di interesse pubblico in regime concessorio;
- i permessi per la realizzazione dell'opera nonché ogni eventuale contratto necessario per l'utilizzo di beni o diritti di terzi;
- i contratti di appalto e subappalto per la costruzione degli impianti e delle infrastrutture;
- i contratti di operation & maintenance, attraverso i quali la gestione operativa dell'impianto viene eventualmente affidata dalla società progetto al gestore;
- i contratti di acquisto delle materie prime, dei prodotti e delle attrezzature necessarie alla realizzazione e alla gestione dell'opera;
- i contratti di vendita.

La fase di implementazione si conclude con il collaudo e con l'accettazione dell'opera da parte della società di progetto .

2.2.3 Gestione

La terza e ultima fase di un'operazione di project financing è quella della gestione. In questa fase l'opera comincia a produrre i suoi primi ricavi attraverso i quali è possibile coprire il servizio del debito. Le banche effettuano un costante monitoraggio dei conti economici del progetto, ponendo particolare attenzione alla dinamica del servizio del debito⁸⁴⁸⁵.

In questa fase i flussi di cassa dovrebbero garantire anche un'adeguata remunerazione del capitale di rischio oltre che la copertura del servizio del debito, però si possono verificare alcune condizioni che possono influire negativamente sul bilancio previsionale redatto dalla banca advisor e quindi sulla fattibilità economico-finanziaria dell'iniziativa, in questo caso sarà necessario avviare un processo di rinegoziazione delle condizioni inizialmente pattuite.

⁸⁴ Cfr. G.Imperatori, op. cit., pag. 129.

⁸⁵ Le banche, il più delle volte, incaricano società di revisione indipendenti a redigere, semestralmente o annualmente, la situazione finanziaria propria della società di progetto.

Il rimborso totale del debito (quota capitale e quota interessi) indica il termine dell'operazione di project financing dal punto di vista dei finanziatori. Per i promotori, naturalmente, l'operazione potrà continuare e, da quel momento in poi, l'intero ammontare dei flussi finanziari netti resterà a loro disposizione fino a scadenza della concessione (G.Imperatori).

Conclusasi la concessione, infine, la stazione appaltante diventerà l'unico responsabile dell'opera, liberando così il concessionario da tutte le obbligazioni contrattuali previste.

2.3 Le tecniche del project financing

Per realizzare un'operazione di project financing i soggetti coinvolti possono decidere di optare tra una delle diverse tecniche esistenti. Al variare della tecnica utilizzata variano i ruoli e i rapporti tra i soggetti coinvolti.

Nel nostro Paese gli schemi più diffusi sono⁸⁶:

- ✓ Build operate transfer (BOT)
- ✓ Build own operate transfer (BOOT)
- ✓ Build own operate (BOO)
- ✓ Build lease transfer (BLT)
- ✓ Build own operate subsidize transfer (BOOST)
- ✓ Rehabilitate operate leaseback (ROL)

Di seguito un'analisi dettagliata di ogni singola tecnica:

BOT: è la tecnica alla quale si fa più ricorso quando le operazioni di project financing hanno ad oggetto progetti infrastrutturali ed industriali, si pensi ad esempio alla realizzazione di ponti, parcheggi, strade, porti e così via.

Quando si opta per tale schema il soggetto pubblico rilascia alla società di progetto il compito di realizzare l'opera di pubblica utilità e il diritto di gestirla per l'intero periodo della concessione.

La società di progetto è chiamata, dunque, ad adempiere a diverse funzioni: dal finanziamento alla gestione dell'opera, passando per la progettazione e la sua

⁸⁶ Cfr. C.Tamarowski, *Project financing e opere pubbliche in Italia. Il settore delle costruzioni*, Egea, Milano, 2007

realizzazione. Al termine della concessione l'opera verrà trasferita in capo all'ente pubblico.

È una delle tecniche più diffuse, soprattutto in ambito pubblico, poiché la Pubblica Amministrazione, optando per tale schema, non sostiene nessun costo e non è chiamata a fornire nessuna garanzia.

BOOT: questa tecnica è molto simile allo schema BOT, ma al contrario di quest'ultimo prevede il trasferimento del diritto di superficie al concessionario che costruisce e gestisce l'infrastruttura e ne riconsegna la proprietà al termine della concessione.

Con questa tecnica si cerca di coinvolgere il maggior numero possibile di investitori e costruttori offrendo come contropartita un contratto di concessione che prevede lo sfruttamento economico dell'opera e la vendita del servizio per un periodo in media compreso tra i venti e i trent'anni.

BOO: questa è una tipologia molto simile al BOOT con la sola differenza che il periodo concessione può essere prorogato attraverso una rinegoziazione degli accordi. Questa tecnica viene utilizzata quando i flussi di cassa generati dal progetto durante il periodo di concessione stabilito in precedenza non sono sufficienti a rimborsare il debito contratto.

BLT: tecnica che si basa sul contratto non di concessione ma di leasing. La società di leasing, in cambio di un canone periodico, concede al gestore la disponibilità di un bene, acquistato dal locatore su suggerimento del locatario. Al termine del contratto il gestore, previo pagamento del prezzo di riscatto stabilito in sede contrattuale, può aggiudicarsi la proprietà del bene.

BOOST: questa tecnica prevede un finanziamento sia pubblico che privato. Nel caso in cui l'opera non è in grado di generare flussi di cassa tali da permettere alla società di progetto di far fronte al servizio del debito e di ottenere una adeguata remunerazione del capitale investito, risulta essere necessario anche un contributo pubblico che generalmente risulta essere pari al 30-40 per cento del costo dell'investimento.

ROL: questo schema è finalizzato al finanziamento della ristrutturazione di un impianto o un'infrastruttura. Il compito del promotore è quello di riattivare l'impianto o l'infrastruttura, gestirla per un certo periodo di tempo e restituirla con un'operazione di leaseback all'amministrazione pubblica.

Attraverso l'analisi delle tecniche più diffuse di project financing è possibile far emergere alcuni punti di debolezza di questo istituto come ad esempio l'eccessiva complessità, che può ostacolare la realizzazione stessa del progetto, oppure l'orizzonte

temporale molto lungo che non fa altro che aumentare i rischi di ogni singola operazione. Malgrado, però, tutte queste difficoltà, i benefici ricavabili sono innegabili: un'ampia applicazione di questo strumento può, infatti, incentivare tutti quegli investimenti in opere pubbliche che nel nostro Paese sono bloccati a cause dei diversi tagli alla spesa pubblica.

CAPITOLO 3

I RISCHI IN UN'OPERAZIONE DI PROJECT FINANCING

SOMMARIO: 3.1 Il fattore rischio – 3.1.1 I rischi in un'operazione di project financing – 3.1.2 I rischi della fase pre-operativa – 3.1.3 I rischi della fase di gestione – 3.1.4 I rischi comuni – 3.2 Il security package – 3.3. Lo studio di fattibilità economico-finanziaria – 3.3.1 Il pay-back period – 3.3.2 Il valore attuale netto – 3.3.3 Il tasso interno di rendimento – 3.3.4 L'analisi del servizio del debito – 3.3.5 L'analisi di sensitività

3.1 Il fattore rischio

Ogni possibile evento che può causare uno scostamento sensibile dalle previsioni iniziali deve essere individuato e opportunamente neutralizzato⁸⁷. Per rendere bancabile un determinato progetto è necessario individuare e valutare tutti i rischi connessi ad esso che possono provocare degli scostamenti rispetto alle previsioni iniziali. Quindi dopo la fase di individuazione e valutazione segue quella di allocazione: i rischi devono essere ripartiti tra tutti i soggetti che partecipano ad un'operazione di project financing al fine di mitigare i loro effetti indesiderati.

Ai fini del successo di ogni operazione di project financing assume notevole importanza il processo di risk management che è possibile suddividerlo in due diverse fasi:

- identificazione dei rischi;
- allocazione dei rischi ai soggetti meglio adatti ad assicurarne la copertura⁸⁸.

L'identificazione dei rischi e la loro attribuzione ai diversi soggetti coinvolti nella realizzazione del progetto è passaggio indispensabile per la corretta costruzione di

⁸⁷ Cfr. F. Imperatori, op. cit., pag. 266.

⁸⁸ Cfr. S. Gatti, op. cit., pag. 134.

un'operazione di finanziamento di tipo project financing. Solitamente nella fase iniziale si procede all'identificazione dei rischi per poi affidare a chi è più attrezzato ed esperto la loro gestione. Infatti, per ridurre l'incidenza di fattori di rischio sulla redditività del progetto è possibile creare una struttura di garanzie, assicurazione ed impegni contrattuali in grado di minimizzare l'aleatorietà dei risultati⁸⁹. Il security package⁹⁰. Il project financing, quindi, non è solo una metodologia di finanziamento ma anche un sistema di distribuzione dei rischi il cui fine ultimo è quello di: “isolare lo Special Purpose Vehicle dal maggior numero possibile di eventi in grado di rendere aleatori in misura significativa i flussi finanziari posti alla base della previsione finanziaria oppure quello di lasciare a carico della società veicolo solo quelli a impatto più limitato”⁹¹.

3.1.1 I rischi in un'operazione di project financing

Ogni operazione di project financing si differenzia da tutte le altre non solo per il modo in cui vengono svolte le diverse fasi, per la tecnica utilizzata o per il ruolo ricoperto dai diversi soggetti coinvolti, ma anche per i rischi legati ad ognuna di loro. Ogni progetto presenta rischi specifici che verranno valutati e allocati in maniera sempre diversa.

I rischi che caratterizzano tutte le operazioni di project financing possono essere suddivisi sulla base di diversi criteri. Sulla base del criterio di origine questi possono essere suddivisi in:

- rischi di natura gestionale;
- rischi di natura extra gestionale.

In base alla categoria generica si suddividono in:

- rischi finanziari;
- rischi progettuali;
- rischi ambientali;

⁸⁹ Cfr. T. Boeri, R. Cohen, *Analisi dei progetti di investimento. Teoria e applicazioni per il project financing*, EGEA, Milano, 1999.

⁹⁰ F. Imperatori ha definito il security package come: “ il complesso di accordi, contratti, impegni e garanzie che realizzano quella mitigazione e ripartizione dei rischi del progetto propria di ogni operazione di project financing”.

⁹¹ Cfr. S. Gatti, op. cit., pag. 135.

- rischi politici;
- rischi legali;
- rischi tecnologici;
- rischi di forza maggiore.

Il criterio, però, più utilizzato in letteratura, poiché di più facile interpretazione per classificare i rischi caratterizzanti ogni operazione è quello cronologico.

Durante la propria vita economica il progetto viene generalmente suddiviso in tre diverse fasi⁹²:

- fase di progettazione
- fase di realizzazione
- fase di gestione

Ad ognuna di queste sono legati specifici rischi i quali possono essere suddivisi a loro volta in tre macro categorie, ovvero:

- rischi della fase pre-operativa: comprendono i rischi propri della fase di progettazione e realizzazione;
- rischi della fase di gestione: sono tutti quei rischi propri dell'ultima fase di vita economica del progetto;
- rischi comuni a tutte le fasi attraversate dal progetto⁹³.

3.1.2 I rischi della fase pre-operativa

La fase pre-operativa rappresenta la fase di costruzione dell'opera. In questa fase i rischi che possono sorgere sono soprattutto di natura industriale e questi possono compromettere il successo di tutta l'iniziativa.

Durante la costruzione l'opera non è ancora in grado di generare flussi di cassa e se il progetto fallisce, si pensi ad esempio ad un'opera non realizzata o realizzata in modo imperfetto, i fondi messi a disposizione delle banche svanirebbero nel nulla ed è proprio

⁹² Per maggiori informazioni vedere il capitolo 2 " *Le caratteristiche del project financing* " .

⁹³ Cfr. S. Gatti in G. Forestieri, *Corporate e investment banking*, EGEA, Milano, Quarta edizione 1997, pag.548.

per questo motivo che le banche richiedono ai promotori ed ai costruttori specifiche garanzie contrattuali⁹⁴.

I rischi propri della fase di costruzione o pre-operativa sono:

- rischio di progettazione;
- rischio di pianificazione;
- rischio tecnologico;
- rischio di costruzione.

Il **rischio di progettazione** è rappresentato da una progettazione esecutiva che da vita ad una struttura impiantistica non funzionante.

Il **rischio di pianificazione** è il rischio che le diverse attività necessarie per il completamento dell'opera non vengano pianificate e coordinate in maniera adeguata provocando così ritardi nel completamento dell'opera o aggravii di costo futuri⁹⁵.

Il **rischio tecnologico** può “colpire” un progetto sia perché la fase di costruzione si può basare su una nuova tecnologia di cui però non si conoscono i risultati finali, sia perché tale fase può basarsi su una tecnologia ormai matura di cui si conoscono i risultati ma che potrebbe diventare con il passare del tempo obsoleta.

Bisogna ricordare, però, che sono rari i casi in cui un'operazione finanziata con la metodologia in esame si basa su una tecnologia fortemente innovativa. Infatti, nessun soggetto coinvolto nell'operazione sarà in grado di assumersi un rischio quasi sconosciuto e che potrebbe compromettere la buona riuscita di tutta l'operazione.

Il più delle volte la valutazione di questi primi tre rischi viene effettuata non dalla banca advisor ma da soggetti terzi in grado di esprimere giudizi sulla tecnologia utilizzata, sul piano realizzativo dell'opera e sui diversi aspetti industriali della costruzione.

In questa fase il consulente tecnico prenderà in carico i progetti di realizzazione della struttura elaborati dal costruttore e verificherà che la sequenza e la tempistica delle attività previste sia sostenibile⁹⁶.

⁹⁴ Cfr. F. Imperatori, op. cit., pag. 295.

⁹⁵ S. Gatti nell'opera *Manuale del project finance*, fornisce un esempio concreto di rischio di pianificazione affermando che: “ coordinare la costruzione di un impianto necessario al trattamento di catrame con l'avvio dell'attività della centrale elettrica. La pianificazione temporale delle due attività era critica per l'economicità del progetto. Infatti, solo se l'impianto fosse stato completato in tempo, la centrale avrebbe potuto essere collaudata con il combustibile previsto fornito da uno degli sponsor. In caso contrario il collaudo si sarebbe realizzato con un combustibile alternativo che lo sponsor dello SPV avrebbe dovuto fornire per tutta la durata del progetto con notevoli aggravii di costo”.

⁹⁶ Cfr. G. Forestieri, op. cit., pag. 549.

Il **rischio di costruzione** può manifestarsi nel ritardo dei tempi di realizzazione rispetto a quelli stabiliti, nel cosiddetto *cost overrun* ovvero, nel superamento dei costi rispetto a quelli riportati a budget, e nel completamento di un impianto le cui performance sono inferiori rispetto a quelle standard.

Il più delle volte nello studio di fattibilità economica e nell'analisi di sensitività si prendono in considerazione tutti questi elementi e per tale ragione si vanno a creare dei fondi per poter affrontare tutte queste situazioni e non compromettere l'intera iniziativa. Questi fondi però possono non essere sufficienti provocando così effetti negativi sull'intero progetto.

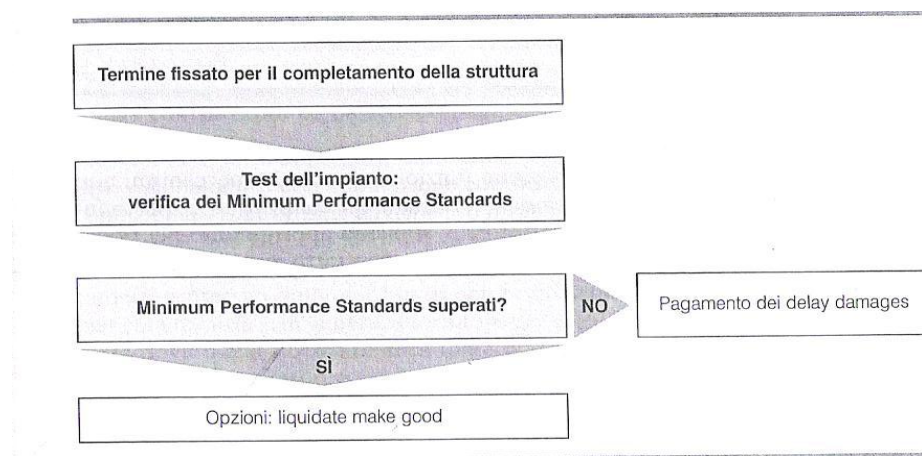
Tutti i rischi della fase pre-operativa vengono il più delle volte coperti attraverso il cosiddetto *turnkey agreement*. Il turnkey agreement è un contratto di costruzione attraverso il quale gli sponsor e la banca finanziatrice dello SPV trasferiscono sul costruttore tutti i rischi legati alla fase pre-operativa.

Firmando tale contratto il costruttore garantisce dietro pagamento alla società di progetto:

- tempi di completamento;
- costo dell'opera;
- performance dell'impianto⁹⁷.

Per quanto riguarda i tempi di completamento, l'impianto, una volta costruita l'intera opera, supererà o non supererà i Minimum Performance Standards.

Fig. 3.1 Funzionamento della garanzia del costruttore sui tempi e performance del progetto



Fonte: S. Gatti, Manuale del project finance, Bancaria Editrice, Roma, 1999.

⁹⁷ Cfr. S. Gatti, op. cit., pag. 143.

Nel primo caso il costruttore viene ritenuto adempiente, mentre se l'impianto non supererà i Mps il costruttore sarà ritenuto inadempiente e per tale motivo dovrà pagare delle penali a favore della società di progetto, le cosiddette *delay damages*⁹⁸.

Potrebbe anche accadere che l'impianto rispetti i Mps ma, al tempo stesso, non opera al 100% delle performance stabilite contrattualmente. In questo caso si potrebbe ricorrere a due diverse clausole: *liquidate* o *make good*.

In presenza di una clausola di tipo *liquidate* il costruttore non effettua interventi per portare l'impianto al 100% delle performance ma liquida allo SPV un somma (*buydown damage*) corrispondente alla differenza di ricavi attualizzata rispetto all'ipotesi di resa al 100%⁹⁹.

In presenza, invece, di una clausola di tipo *make good* il costruttore si impegna, a sue spese, a portare, entro un determinato lasso temporale, l'impianto al 100% della sua resa.

Relativamente, invece, alle garanzie del rischio tecnologico generalmente si ricorre a:

- pareri di consulenti esperti indipendenti;
- pagamento di penali da parte del technology supplier;
- *wrapping* o *wraparound responsibility*.

I pareri di consulenti esperti indipendenti non rappresentano giuridicamente una garanzia, ma al tempo stesso, se un comitato di consulenti si pronuncia in maniera positiva nei confronti di una nuova tecnologia le probabilità di insuccesso tenderanno ad essere più basse.

Il pagamento di penali da parte del fornitore del brevetto o della licenza commisurate al valore brevettuale della tecnologia¹⁰⁰ rappresentano, invece, anche delle garanzie giuridiche ma vale la pena ricordare che l'importo di queste penali risulta essere molto basso quindi, i finanziatori non possono fare affidamento su queste per il recupero delle somme erogate.

La garanzia *wrapping*, infine, è quella più interessante per le banche finanziatrici. Con tale clausola, infatti, il costruttore si impegna ad assicurare una perfetta coincidenza tra

⁹⁸ L'importo delle penali risulta essere pari al mancato introito causato dal ritardo. In alcuni casi, però, il ritardo non è dovuto ad inadempienze da parte del costruttore ma ad eventi di forza maggiore, in questo caso il costruttore otterrà degli sconti sulle *delay damages* da versare nelle casse dello SPV.

⁹⁹ S.Gatti, op. cit., pag. 144.

¹⁰⁰ Cfr. G. Forestieri, op. cit., pag. 549.

l'impianto costruito e le specifiche progettuali e tecniche. Tale garanzia presuppone, però, una perfetta conoscenza della tecnologia utilizzata da parte del costruttore.

3.1.3 I rischi della fase di gestione

Alla fase di costruzione dell'opera segue quella di gestione. Anche se la costruzione dell'opera si è realizzata secondo le previsioni iniziali, il successo del progetto è ancora condizionato da molti fattori¹⁰¹.

I rischi legati a questa fase riguardano l'approvvigionamento delle materie prime, la resa dell'impianto rispetto agli standard progettuali e la vendita del prodotto o servizio¹⁰². Questi rischi si possono suddividere in:

- rischio di approvvigionamento;
- rischio di mercato;
- rischio operativo.

Il **rischio di approvvigionamento** è strettamente legato alle disponibilità quantitative e qualitative ed ai costi sostenuti per acquistare gli input necessari al processo produttivo.

Il possedere una certa quantità di input è una condizione necessaria per la buona riuscita dell'intera iniziativa. Se venisse a mancare la quantità necessaria di input il fallimento dell'operazione è dietro l'angolo. La situazione ideale è quella in cui è la stessa società di progetto a possedere l'input necessario in modo tale da limitare o rendere quasi nullo il rischio di approvvigionamento. Non sempre però si incorre in questa situazione, di conseguenza vengono stipulati con altri fornitori contratti per forniture di *back-up*. In caso di necessità altri fornitori si impegnano a distribuire determinate quantità di input anche se, in questo caso, il costo unitario della materia prima sarà sicuramente superiore rispetto al costo stabilito con il "fornitore ufficiale".

Un altro rischio connesso agli approvvigionamenti è legato al loro livello qualitativo. La qualità degli input deve, infatti, rispettare gli standard minimi richiesti al fine di evitare ulteriori costi legati ad un minor rendimento. Infine, un ultimo rischio legato agli approvvigionamenti è quello relativo al loro prezzo.

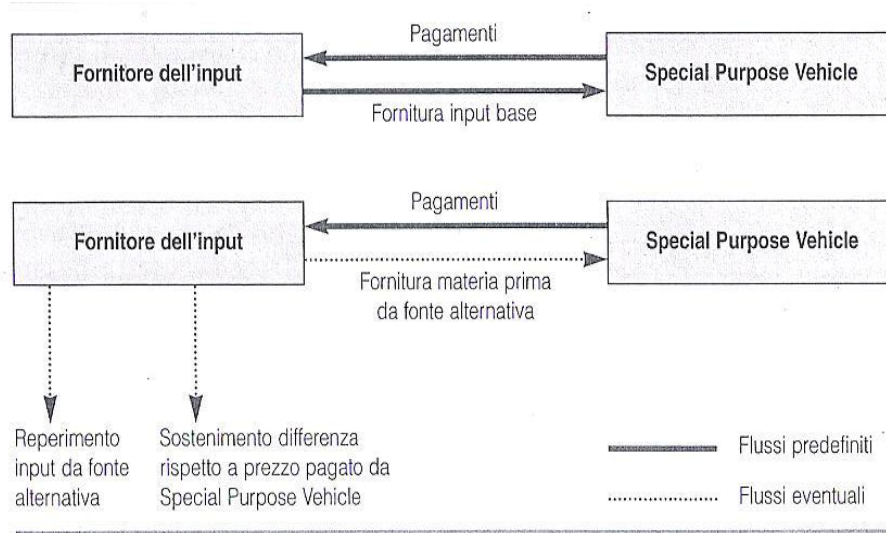
¹⁰¹ Cfr. F.Imperatori, op. cit., pag. 298.

¹⁰² Cfr. G.Forestieri, op. cit., pag. 551.

In molte operazioni il costo delle materie prime rappresenta la principale voce dei costi di gestione, quindi, risulta essere fondamentale ridurre al minimo il grado di volatilità dei prezzi per poter effettuare anche delle corrette previsioni sui flussi di cassa futuri.

Per poter fronteggiare il rischio di approvvigionamento vengono stipulati con il fornitore contratti di fornitura incondizionata (*put or pay agreement*), che obbligano il fornitore a vendere un determinato volume quantitativo e qualitativo di input ad un prezzo prefissato. In caso di inadempienze da parte del fornitore, quest'ultimo sarà chiamato a reintegrare il maggior costo sostenuto dallo SPV per acquistare gli input necessari da un altro fornitore.

Fig. 3.2 Funzionamento del contratto put or pay



Fonte: S. Gatti, Manuale del project finance, Bancaria Editrice, Roma, 1999.

Il **rischio di mercato** si concretizza in una domanda del prodotto/servizio offerto inferiore rispetto alle previsioni iniziali. Questo provocherà flussi di cassa minori e quindi problemi relativi al rimborso del capitale di terzi e alla remunerazione del capitale investito. Il gap negativo tra ricavi previsti e registrati potrebbe derivare da:

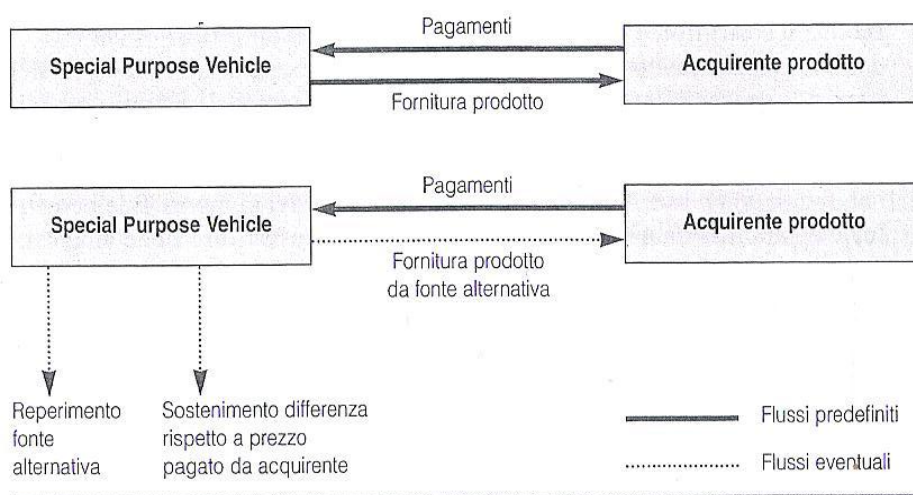
- volume del venduto inferiore rispetto a quello previsto;
- prezzi del venduto inferiori rispetto a quelli previsti;
- combinazione di volumi e prezzi più bassi rispetto a quanto stabilito precedentemente.

Per una corretta mitigazione di questo rischio bisogna distinguere tra: prodotti e servizi offerti al dettaglio e prodotti/servizi offerti ad un unico acquirente.

Nel primo caso, si pensi ad esempio alla costruzione di un parcheggio, risulta essere impossibile stabilire a priori il flusso di ingresso e di uscita delle autovetture dal parcheggio, per cui il costo sostenuto dai diversi automobilisti per poter usufruire del servizio potrebbe non bastare per coprire il servizio del debito.

In questo caso il rischio di mercato risulta essere altissimo, quindi, il più delle volte, gli enti committenti decidono di garantire un numero minimo di acquirenti del servizio, o di riconoscere alla società di progetto un contributo in denaro per poter permettere a quest'ultima di coprire il servizio del debito. Nel caso invece di un unico acquirente, si pensi ad una centrale elettrica che vende l'energia prodotta unicamente ad un ente statale, il rischio di mercato è pressoché inesistente poiché sarà lo stato a garantire gli impegni dell'Ente. In presenza, inoltre, di un contratto di tipo *take or pay* il rischio di mercato risulta essere nullo poiché l'acquirente, in questo caso l'ente statale, si impegna a pagare indipendentemente dalla fornitura del prodotto/servizio.

Fig. 3.3 Struttura dei contratti take or pay



Fonte: S. Gatti, Manuale del project finance, Bancaria Editrice, Roma, 1999.

Nel caso in cui lo SPV non possa fornire quanto promesso il compratore paga egualmente e lo SPV garantirà al compratore una fonte alternativa e l'eventuale rimborso dei maggiori costi sostenuti dall'acquirente¹⁰³.

Il **rischio operativo**, infine, si manifesta quando le performance dell'impianto ormai ultimato sono al di sotto dei Minimum Performance Standards.

Tale rischio può manifestarsi in sede di primo collaudo oppure durante la gestione del progetto. Nel primo caso è il costruttore il soggetto che sarà chiamato a porre in essere tutte le azioni necessarie per migliorare le performances dell'impianto. Nel secondo caso, invece, le responsabilità ricadono tutte sul concessionario.

Il rischio operativo può essere mitigato attraverso il contratto di gestione e manutenzione, che a sua volta si può suddividere in:

- contratto a prezzo fisso;
- contratto a struttura *pass-through*.

In presenza di un contratto a prezzo fisso, il gestore dell'opera si assume tutti i rischi legati all'andamento dei costi operativi; realizzerà un profitto, quindi, solo se tali costi sono superiori al compenso pattuito in via preliminare con la società di progetto.

Fig 3.4 Struttura del contratto di manutenzione a prezzo fisso

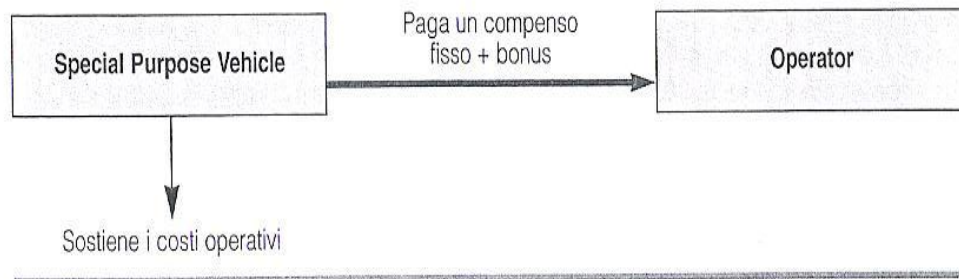


Fonte: S. Gatti, Manuale del project finance, Bancaria Editrice, Roma, 1999.

In presenza, invece di un contratto a struttura *pass-through*, è la società di progetto che si accolla i costi operativi, mentre il gestore riceve un compenso fisso più dei bonus (malus) legati alle performance dell'impianto.

¹⁰³ Cfr. S. Gatti, op. cit., pag. 145.

Fig. 3.5 Struttura del contratto di manutenzione “pass-through”



Fonte: S. Gatti, Manuale del project finance, Bancaria Editrice, Roma, 1999.

Per mitigare il rischio operativo i finanziatori possono anche richiedere come garanzia la possibilità di sostituire il gestore con un altro di propria fiducia.

3.1.4 I rischi comuni

Dopo aver analizzato i diversi rischi propri della fase pre-operativa e della fase operativa che possono minare la buona riuscita di tutta l'iniziativa, si procede in questo paragrafo con l'analisi dei rischi comuni ad entrambe le fasi.

I rischi comuni ad entrambe le fasi sono:

- rischio ambientale;
- rischio di inflazione;
- rischio amministrativo;
- rischio politico;
- rischio paese;
- rischio legale;
- rischio di credito;
- rischio del tasso d'interesse;
- rischio del tasso di cambio;
- rischio di forza maggiore.

Il *rischio ambientale* è legato agli effetti negativi che l'opera potrebbe causare all'ambiente che lo circonda.

Le diverse legislazioni nazionali sul tema dell'ambiente sono sempre più articolate e questo, come ha affermato lo studioso Imperatori ha ampliato gli effetti economici e di immagine che un danno ambientale può creare ad un'impresa o ad un progetto¹⁰⁴.

Negli Stati Uniti, che è il paese che presenta la legislazione più articolata in tema ambientale, vi è un regolamento diverso per ogni forma di inquinamento (inquinamento dell'aria, dell'acqua, del suolo e così via).

Ogni nuovo impianto, in USA, può essere costruito solo se il livello di inquinamento dopo la costruzione risulta essere inferiore al livello di inquinamento presente prima che l'impianto venisse costruito.

Un altro principio sul quale si basa la legislazione ambientale statunitense ha ad oggetto la responsabilità dei danni derivanti dall'inquinamento. Secondo questo principio è responsabile del disastro ambientale non solo il proprietario dell'impianto ma anche tutti coloro che hanno contribuito ad innalzare il livello di inquinamento dell'area, si pensi ad esempio ai trasportatori di sostanze inquinanti che le hanno scaricate in quell'area.

In tema di project financing il problema riguarda l'espressione "proprietario".

Secondo l'ordinamento statunitense i finanziatori non possono essere giudicati proprietari e quindi, nel caso di inquinamento, colpevoli. In alcuni contratti, però, vi possono essere delle clausole che obbligano il gestore ad effettuare una determinata attività solo dopo aver ricevuto il consenso da parte della banca: in questi casi le banche possono essere giudicate co-gestori dell'impianto e quindi responsabili del danno.

Il rischio ambientale può essere mitigato analizzando prima di tutto la legislazione del Paese in cui si intende costruire l'iniziativa, valutando attentamente l'impatto che un determinato impianto potrebbe causare sull'ambiente circostante ed infine ricorrere ad assicurazioni, anche se quest'ultime, di solito, ricoprono un danno di importo molto limitato.

Il **rischio di inflazione** lo si corre quando i costi degli input aumentano provocando così una riduzione dei flussi di cassa attesi.

Proprio per tale ragione quando si redige il piano economico-finanziario l'inflazione viene stimata per poter così valutare il flusso di cassa non solo in termini nominali ma anche in termini reali.

¹⁰⁴ Cfr. G.imperatori, op. cit., pag. 291.

Il vero problema è decidere il tasso con il quale far aumentare i costi in sede di redazione del piano. Il più delle volte, proprio per cercare di annullare tale rischio, viene scelto un tasso prudenziale se non addirittura pessimistico.

Il **rischio amministrativo**, è quel rischio che deriva da un ritardo nel rilascio di licenze, permessi e autorizzazioni da parte della Pubblica Amministrazione che possono in alcuni casi bloccare l'avvio dell'intera iniziativa.

Il **rischio politico**, invece, può derivare da politiche industriali o fiscali sfavorevoli all'iniziativa oppure da ritardi nel rilascio di certificazioni e permessi, ritardi che possono essere il frutto di una precisa scelta politica.

Il rischio politico, inoltre, può essere manifestato da referendum popolari che possono andare ad abrogare una determinata normativa esistente e i diversi progetti che si basavano su questa. Si pensi ad esempio al referendum anti nucleare del 1987 e del 2011 in Italia.

Il rischio politico così come il rischio amministrativo viene lasciato a carico della società di progetto.

Il **rischio paese** viene valutato attentamente dalle diverse banche finanziatrici quando il loro debitore è residente in un Paese estero. Tale rischio cominciò ad attrarre l'attenzione dei diversi istituti finanziari a partire dagli anni Ottanta, anni nei quali alcuni Paesi ed imprese dell'Est cominciarono a non onorare i debiti contratti con le banche occidentali. Oggi, forse, la situazione si è capovolta, ma un istituto finanziario, sia questo occidentale o orientale, è chiamato, prima di concedere qualsiasi tipo di finanziamento a valutare la situazione politica ed economica del Paese e dell'impresa debitrice estera.

In generale il rischio paese lo si corre quando le Autorità di un determinato stato pongono dei limiti alla libertà d'azione della società di progetto attraverso l'adozione di diverse misure come¹⁰⁵:

- limiti alla libera convertibilità delle valute;
- limiti all'approvvigionamento di materiali o risorse dall'estero;
- limiti alle vendite effettuate all'estero;
- restrizioni al trasferimento dei dividendi dallo SPV ai propri sponsor residenti in altri paesi.

¹⁰⁵ Cfr. S.Gatti, op. cit., pag. 141.

Il rischio paese può essere stimato utilizzando un metodo descrittivo-analitico o un metodo sintetico¹⁰⁶.

Il primo approccio consiste nello studiare da vicino la realtà di un determinato Paese attraverso viaggi, incontri con operatori economici e politici al fine di delineare uno scenario politico ed economico nel medio lungo periodo.

Il secondo approccio, invece, basa la valutazione del rischio paese su: indicatori, classifiche e spreads.

Per quanto riguarda gli indicatori, uno dei più importanti è quello dato dal rapporto tra debito pubblico e Pil. Tanto più è alto questo indicatore quanto più il Paese è a rischio. Un secondo indice, invece, è dato dal rapporto tra il servizio del debito di un determinato anno e il totale delle esportazioni. Questo indice indica quanta moneta entra annualmente in Paese grazie alle esportazioni e quanta di questa viene assorbita dalle esigenze immediate di pagamento del debito. Il terzo indicatore, infine, è dato dal rapporto tra debito pubblico ed esportazioni che indica la capacità della valuta estera di rimborsare il debito.

Di solito uno stesso indice viene applicato per più anni in modo tale da osservare il loro andamento e capire i principali cambiamenti in atto.

Oltre agli indici il metodo sintetico si basa anche su diverse classifiche redatte da riviste specializzate come Euromoney o Economist Intelligence Unit, che prendendo in considerazione diverse variabili come il regime politico, la situazione economico-finanziario o il livello di indebitamento estero assegnando ad ogni paese un determinato punteggio.

Il metodo sintetico, infine, apprezza il rischio paese prendendo in considerazione il cosiddetto spread ovvero, il margine di profitto percepito dalle banche che rilasciano un prestito ad un debitore di un determinato Paese. Tale margine sarà tanto più alto quanto maggiore è il rischio dell'operazione finanziaria.

Il ***rischio legale*** lo si corre quando i soggetti che partecipano ad un'operazione di project financing sono residente in diversi Paesi. In questa situazione bisogna analizzare attentamente la disciplina giuridica da applicare ai contratti e come risolvere le eventuali controversie.

¹⁰⁶ Cfr. G.Imperatori, op. cit., pag. 288.

Il più delle volte, quando i soggetti partecipanti sono residenti in diversi Paesi, i contratti vengono redatti osservando la legislazione di un paese terzo e le banche, inoltre, sono solite porre clausole contrattuali che ritengono responsabili i promotori e la società di progetto per tutti i danni causati al progetto derivanti dall'inosservanza della normativa nazionale. Il rischio più alto per banche e società di progetto non risiede tanto nell'osservanza o meno di una determinata normativa ma nella possibilità che quest'ultima possa cambiare. Fattispecie che in periodi medio lunghi è molto probabile.

Il **rischio di credito** è legato alla solidità economico-finanziaria di tutti quei soggetti che firmano a vario titolo un contratto con la società di progetto.

Il merito di credito del costruttore, dell'acquirente oppure, ad esempio, del gestore vengono valutati attentamente dall'istituto finanziario e questi saranno costretti a pagare penali a favore dello SPV nel caso in cui non rispettano i termini contrattuali.

Il **rischio del tasso d'interesse** si manifesta quando il tasso d'interesse del finanziamento erogato dalla banca varia nel tempo. Siccome un'operazione di project financing è caratterizzata da una elevata leva finanziaria, vi è un elevato livello di indebitamento; di conseguenza, piccole variazioni del tasso di interesse possono provocare grandi variazioni degli oneri finanziari.

Il più delle volte le banche applicano ai loro finanziamenti un tasso d'interesse variabile composto da un margine fisso e un tasso variabile come ad esempio l'*Euribor*¹⁰⁷ o l'*Libor*¹⁰⁸.

Il rischio di variazione del tasso d'interesse può essere mitigato dalla società di progetto attraverso gli *interest rate swaps* “con il quale due parti si accordano per scambiarsi reciprocamente, per un periodo di tempo predefinito al momento della stipula, pagamenti calcolati sulla base di tassi di interesse differenti e predefiniti, applicati ad un capitale nozionale. Da sottolineare che non c'è scambio di capitali, ma solo di flussi corrispondenti al differenziale fra i due interessi (di solito uno fisso ed uno variabile)”¹⁰⁹.

Il **rischio di cambio** si manifesta quando finanziamenti, investimenti e ricavi sono denominati in valuta diversa.

¹⁰⁷ Euro Interbank Offered Rate.

¹⁰⁸ Londo Interbank Offered Rate.

¹⁰⁹ Cfr. http://it.wikipedia.org/wiki/Interest_Rate_Swap

In questa situazione è possibile registrare delle perdite di natura valutaria e per tale ragione viene il più delle volte stipulato tra banche e promotori un piano di copertura di eventuali perdite valutarie.

Questo rischio può essere mitigato non solo attraverso un piano di copertura, che in realtà rappresenta una soluzione non a monte ma a valle, ma anche attraverso strumenti di finanza derivata come: *currency rate swaps*¹¹⁰, *options* del tipo *cap*¹¹¹ *futures*¹¹² e così via.

Il ***rischio di forza maggiore***, infine, comprende tutti quegli avvenimenti imprevedibili che si possono manifestare sia nella fase pre-operativa che in quella di gestione, si pensi ad esempio a terremoti, frane, incendi, uragani etc.

Per mitigare questo si ricorre a polizze assicurative ma come afferma lo studioso R.Cohen “la procedura migliore per proteggersi nei casi di forza maggiore consiste nella chiarezza di linguaggio contrattuale”¹¹³.

Bisogna definire in maniera molto scrupolosa nei diversi contratti quali eventi rientrano nella clausola di forza maggiore e chi ne è responsabile.

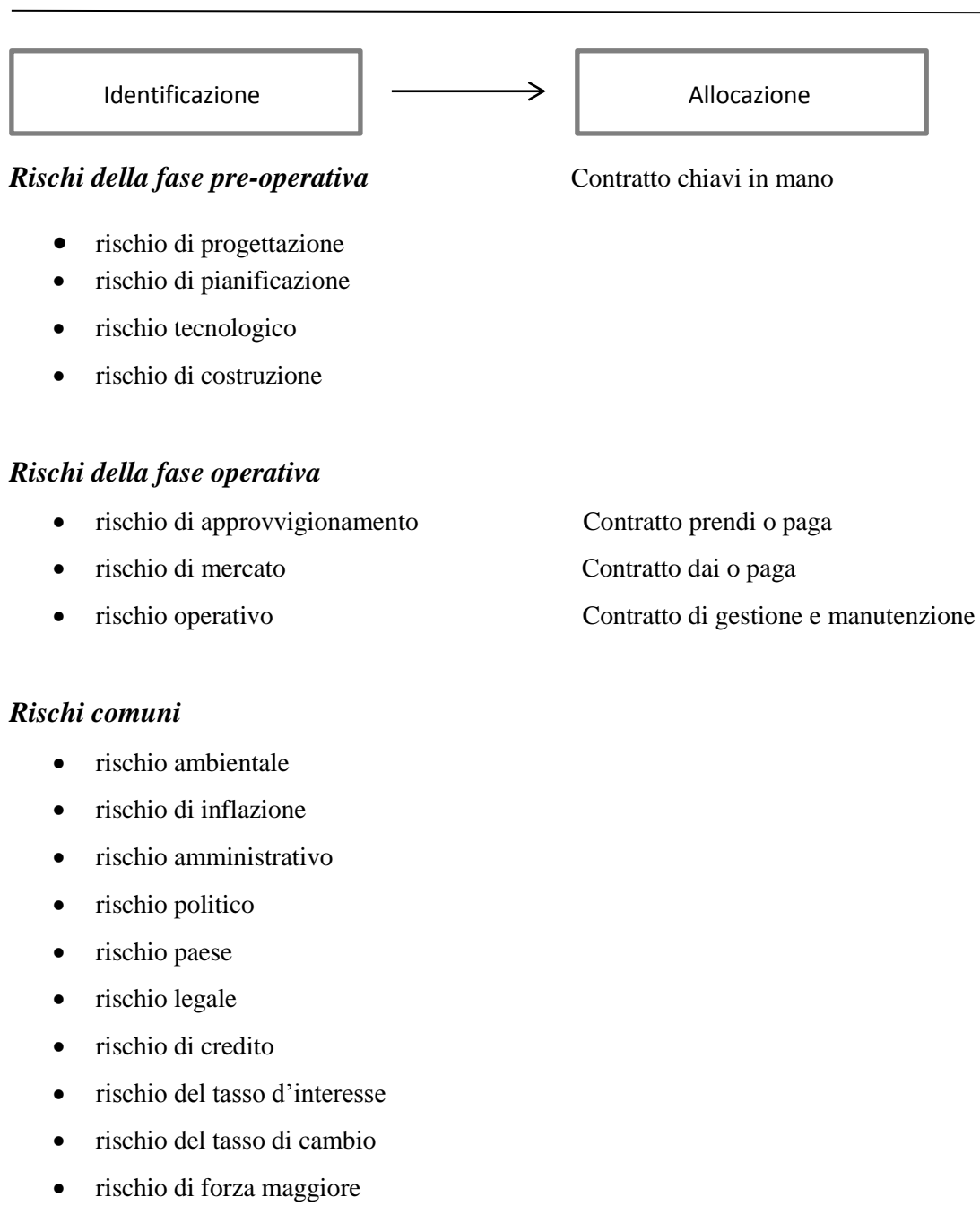
¹¹⁰ “le parti si obbligano a scambiarsi reciprocamente alla data iniziale del contratto due somme di denaro (definite nozionali) denominate in valute diverse con l’impegno a effettuare una nuova e opposta operazione di scambio alla scadenza del contratto alle stesse condizioni iniziali e in particolare al medesimo tasso di cambio iniziale”. Tratto da: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com>

¹¹¹ “contratto con cui l’acquirente, dietro pagamento di un premio unico o rateale, acquista il diritto a ricevere dal venditore alla fine di ogni periodo di riferimento, un importo pari alla differenza del prodotto fra un tasso variabile di mercato (LIBOR e altri) ad un capitale nozionale e quello ad un tasso prefissato”. Tratto da: [http://it.wikipedia.org/wiki/Opzione_\(finanza\)#Opzioni_Cap.2C_Floor_e_Collar](http://it.wikipedia.org/wiki/Opzione_(finanza)#Opzioni_Cap.2C_Floor_e_Collar)

¹¹² “ Il contratto *futures* è un contratto uniforme a termine su strumenti finanziari, con il quale le parti si obbligano a scambiarsi alla scadenza un certo quantitativo di determinate attività finanziarie, ad un prezzo stabilito; ovvero, nel caso di *futures* su indici, a liquidarsi una somma di denaro pari alla differenza fra il valore dell’indice di riferimento alla stipulazione del contratto ed il valore dello stesso indice nel giorno di scadenza. Tratto da: <http://it.wikipedia.org/wiki/Futures>

¹¹³ Cfr. T.Boeri, R. Cohen, op. cit., pag. 117.

Fig. 3.6 Identificazione e allocazione delle diverse tipologie di rischio



3.2 Il security package

L'individuazione dei rischi e la loro ripartizione tra i soggetti partecipanti ad un'operazione di project financing rappresenta la chiave del successo di ogni iniziativa.

I rischi vengono ripartiti attraverso una serie di accordi e contratti che vanno a formare il cosiddetto security package.

Attraverso il security package ovvero, il complesso di accordi, contratti, impegni e garanzie si cerca di isolare la società di progetto da tutti quegli eventi che potrebbero compromettere la buona riuscita dell'iniziativa ed, inoltre, si cerca di responsabilizzare ciascuna parte a una condotta allineata alle ipotesi del piano finanziario¹¹⁴.

Un altro obiettivo del security package è quello di fornire adeguate garanzie ai finanziatori dell'operazione. Le principali garanzie che in genere vengono richieste dai finanziatori sono¹¹⁵:

- l'ipoteca sull'impianto;
- il pegno sulle azioni della società di progetto;
- i covenants ovvero, gli obblighi di fare o non fare a carico della società di progetto.

Riguardo l'ipoteca, questa garanzia reale viene richiesta allo SPV dalla banca finanziatrice non tanto per ottenere dei valori su cui rivalersi nel caso di insuccesso dell'iniziativa ma soprattutto per scopi difensivi. Infatti, se un operatore esperto non riesce ad avere una soddisfacente gestione del progetto e quindi se registrano flussi cassa non idonei a coprire il servizio del debito, è difficile pensare che i finanziatori, privi delle conoscenze e competenze necessarie, possano fare di meglio.

Anche il pegno sulle azioni della società di progetto ha uno scopo prettamente "difensivo". Prima di tutto l'art.2744 c.c.¹¹⁶ sancisce il divieto del patto commissorio, quindi nel caso in cui la società di progetto non riuscisse a rispettare i termini del servizio del debito, la banca non potrà diventare proprietaria dei beni su cui è stato costituito il pegno o l'ipoteca. Tale garanzia permette alla banca solo di esercitare in assemblea il diritto di voto sulle azioni della società di progetto e non di assumerne la proprietà.

Nel credit agreement, inoltre, è sempre presente una clausola (assignment) che consente di imputare tutti gli effetti positivi dei diversi contratti stipulati dalla società di progetto

¹¹⁴ Cfr. G. Forestieri, op. cit., pag. 554.

¹¹⁵ Cfr. G. Forestieri, op. cit., pag. 555.

¹¹⁶ Art. 2744 c.c.: "E' nullo il patto con il quale si conviene che, in mancanza del pagamento del credito nel termine fissato, la proprietà della cosa ipotecata o data in pegno passi al creditore. Il patto è nullo anche se posteriore alla costituzione dell'ipoteca o del pegno".

(si pensi ad esempio agli indennizzi assicurativi, ai contratti stipulati con i venditori e compratori etc.) alla banca finanziatrice, rimanendo, però, la società di progetto titolare dei contratti stipulati.

È possibile affermare, quindi, che nel project financing le garanzie contrattuali sono più efficaci di quelle reali.

Un'altra garanzia richiesta dalla banca alla società di progetto sono i covenants ovvero, gli obblighi di fare o non fare. Questi si possono suddividere in:

- positive covenants;
- negative covenants;
- financial covenants.

I positive covenants sono obblighi di fare: fornire adeguata e tempestiva informazione sullo sviluppo del progetto, impegno ad utilizzare corretti principi contabili, rispettare la normativa ambientale, garantire figure professionali adeguate per lo sviluppo del progetto e così via.

I negative covenants sono, invece, obblighi di non fare: limitazioni all'erogazione di dividendi, limitazioni alle spese in conto capitale e agli investimenti finanziari,, restrizioni all'utilizzo dei flussi di cassa e così' via.

I financial covenants, infine, sono obblighi di natura finanziaria ovvero, obblighi di far rientrare il risultato di diversi indici in ranges prestabiliti.

3.3 Lo studio di fattibilità economico-finanziaria

Per valutare la convenienza economica di un determinato progetto occorre confrontare la ricchezza prodotta dal progetto stesso con i costi necessari per la sua realizzazione. Solo se il progetto è in grado di produrre flussi in entrata superiori rispetto a quelli in uscita, allora potrebbe essere conveniente per un imprenditore impiegare le proprie risorse in quella determinata iniziativa.

Il fine ultimo dello studio di fattibilità economico-finanziaria è proprio quello di stabilire a priori se il progetto sarà in grado o meno di generare flussi di cassa idonei a coprire il servizio del debito e a garantire un'adeguata remunerazione del capitale proprio.

Il soggetto chiamato a redigere lo studio di fattibilità economico-finanziaria è la banca advisor, la quale deve tradurre in dati numerici tutte le informazioni in suo possesso al fine di valutare la fattibilità dell'intera operazione.

La banca advisor dopo aver analizzato le informazioni riguardanti il mercato (identificazione del mercato, informazioni e dimensioni del settore, tendenze, quota di mercato che si intende raggiungere), il costo dell'iniziativa (capitale circolante, costo degli investimenti), la normativa vigente, l'impatto ambientale e così via, procede con un'analisi economica dell'iniziativa. Il test economico consiste nel confrontare i ricavi e i costi non finanziari derivanti dal progetto al fine di valutare la sua capacità di produrre utili a prescindere dalla struttura finanziaria, in poche parole: costruire un bilancio previsionale per tutti gli esercizi della concessione al fine di individuare il flusso netto di circolante della gestione corrente.

Sul modello economico di base vengono effettuate le diverse analisi necessarie per capire qual è il mix tra capitale proprio e di terzi più idoneo all'iniziativa.

L'advisor cerca, generalmente, di produrre gradi di leva molto spinta in quanto uno degli obiettivi è quello di conferire meno capitale proprio possibile e quanto più in là nel tempo anche se è consapevole che l'operazione risulterà essere bancabile solo se verranno soddisfatti gli interessi di tutti i soggetti partecipanti¹¹⁷.

Solo successivamente saranno calcolati i flussi di cassa operativi pari alla differenza tra costi e ricavi operativi al netto delle componenti finanziarie.

Se il risultato dell'analisi economica dà valori negativi allora nessuna banca e nessun promotore avrà intenzione di procedere con l'iniziativa poiché questo vuol dire che non vi è nessun margine positivo per coprire il servizio del debito e per remunerare il capitale proprio. Se, invece, il risultato è positivo si procederà con il calcolo di alcuni indici, come vedremo più avanti.

¹¹⁷ Cfr. G. Forestieri, op. cit., pag. 557.

Fig. 3.6 Struttura del flusso di cassa operativo

- (+) Ricavi monetari caratteristici
 - (-) Costi per acquisti input
 - (-) Costi per manutenzioni e riparazioni
 - (-) Costi per assicurazioni
 - (-) Imposte

 - (=) ***Flusso netto di circolante della gestione corrente***

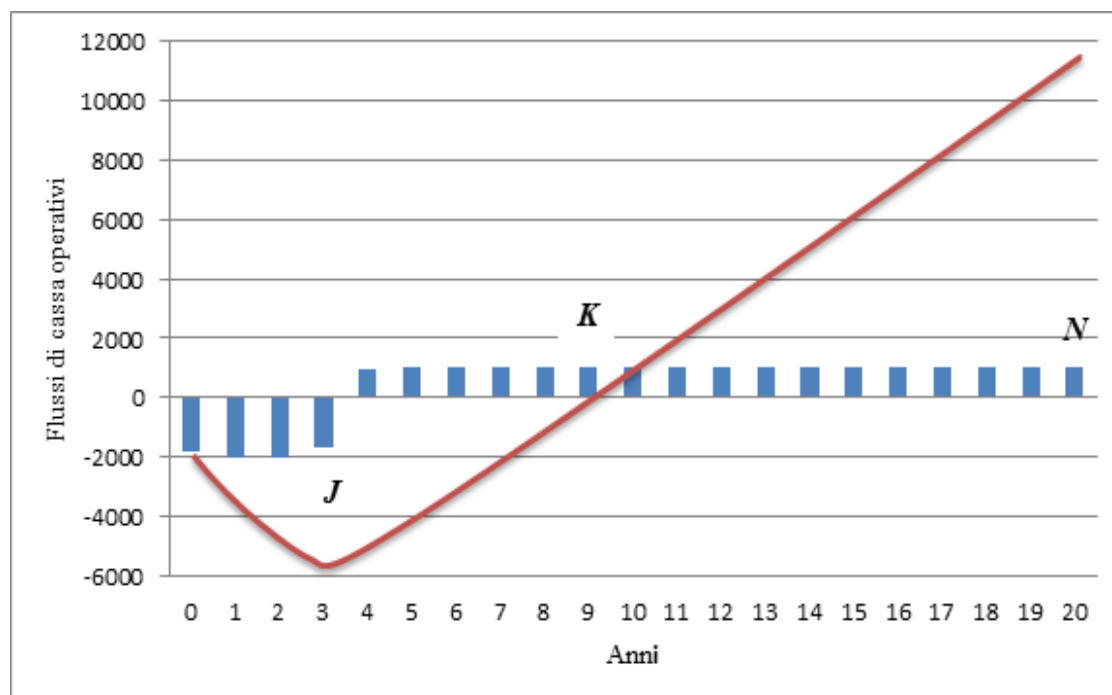
 - (+/-) Variazione delle poste di circolante
 - (+/-) Investimenti/disinvestimenti in immobilizzazioni

 - (=) ***Flusso di cassa operativo***
-

Fonte: S. Gatti, *Manuale del project finance*, Bancaria Editrice, Roma, 1999.

I flussi di cassa della gestione corrente, quindi, nella fase di costruzione risulta essere nullo poiché l'impianto non è ancora entrato in funzione, mentre il flusso di cassa operativo risulta essere estremamente negativo a "causa" dei cospicui investimenti. Con il passare degli anni, invece, l'impianto entra in funzione e comincia a produrre i suoi primi utili quindi anche i flussi di cassa operativi saranno sempre più elevati. L'andamento di questi ultimi è ben schematizzato nella fig. 3.7. (La dinamica finanziaria di un progetto finanziato in project finance).

Graf. 3.1 La dinamica finanziaria di un progetto finanziato in project finance



Fonte: G.Forestieri, Corporate e investment bankig, Quarta ed., Egea, Milano, 2007.

Durante la fase di costruzione, compresa tra il tempo 0 e J, il progetto presenta fabbisogni finanziari che non possono essere coperti da ricavi, in quanto inesistenti, e che vengono, quindi, coperti da: capitale proprio e di debito.

A partire dall'istante J il progetto entra in funzione e comincia a produrre i suoi primi ricavi.

Si può notare come la curva dei flussi di cassa cumulati risulta essere ascendente poiché l'impianto entra a pieno regime. In corrispondenza del tempo K i flussi positivi pareggiano completamente i flussi negativi cumulati.

Negli ultimi anni di vita del progetto i flussi di cassa saranno in grado di coprire il servizio del debito e remunerare adeguatamente il capitale di rischio.

La banca advisor, dopo aver stimato i flussi di cassa, procede con il calcolo di alcuni indici per valutare la fattibilità economico finanziaria dell'iniziativa.

3.3.1 Il pay-back period

Dopo aver redatto il bilancio previsionale, la banca advisor dovrà valutare la fattibilità economico-finanziaria dell'iniziativa. Gli indicatori che vengono spesso utilizzati per valutare la convenienza economica del progetto sono:

- il pay-back period;
- il valore attuale netto;
- il tasso interno di rendimento.

Questi indicatori permettono di esprimere un giudizio circa la fattibilità economica dell'iniziativa ovvero, se il progetto è in grado di generare flussi di cassa sufficienti a garantire un'adeguata remunerazione del capitale di rischio.

Il pay-back period è quell'indice che mostra quanti sono gli esercizi necessari affinché i flussi di cassa positivi del progetto possano eguagliare quelli negativi.

In un'operazione di project financing nei primi esercizi si registreranno flussi di cassa negativi, a questi seguiranno flussi di cassa positivi. Il pay-back period indica ,quindi, quell'istante in cui i flussi di cassa cumulati positivi sono pari ai flussi di cassa cumulati negativi:

$$\sum_{t=1}^n FCP_t = \sum_{t=1}^n FCN_t$$

Dove:

FCP_t = Flusso di cassa cumulato positivo

FCN_t = Flusso di cassa cumulato negativo

t = tempo di recupero

I punti di debolezza di questo indicatore sono diversi. In primis, il pay-back period fornisce solo un'indicazione temporale e non economico-finanziaria, in secundis, non tiene conto del valore finanziario del tempo.

Per ovviare a tale problema il più delle volte si fa ricorso ad un tasso di attualizzazione per attualizzare i flussi di cassa e prendere, così, in considerazione il valore finanziario del tempo.

In questo modo il pay-back period indica l'istante in cui il valore attuale dei flussi di cassa positivi eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa negativi del progetto:

$$\sum_{t=1}^n \frac{FCP_i}{(1+WACC)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{FCN_i}{(1+WACC)^t}$$

Il criterio decisionale legato a questo indicatore suggerisce, se siamo in presenza di più progetti, di scegliere quello con un tempo di recupero più basso. Al tempo stesso però bisogna ricordare che la scelta non sempre è rivolta verso il progetto con un pay-back period più basso. Il progetto, infatti, che presenta un tempo di recupero più alto potrebbe garantire, dopo il recupero dei flussi di cassa negativi, flussi di cassa positivi più elevati rispetto al progetto con un pay-back period più basso.

3.3.2 Il valore attuale netto

Il valore attuale netto rappresenta il valore ad oggi dei flussi di cassa futuri. Questo è l'indicatore più utilizzato per valutare la convenienza economica dell'iniziativa. Il VAN è pari alla somma algebrica dei flussi di cassa attualizzati ad un tasso di sconto che il più delle volte è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale:

$$VAN = \sum_{t=0}^T \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Dove:

CF_t = flusso di cassa al tempo t

r = tasso di sconto

t = variabile tempo

Al VAN viene riconosciuta una superiorità teorica rispetto agli altri indicatori del progetto in quanto considera contemporaneamente i flussi di cassa, la loro distribuzione temporale ed il valore finanziario del tempo. Il criterio decisionale basato sul VAN prevede l'accettazione di un progetto di investimento qualora il VAN sia positivo ed il rifiuto del progetto in presenza di un VAN negativo¹¹⁸.

¹¹⁸ Cfr. T.Boeri, R. Cohen, op. cit., pag. 134.

Anche il VAN, però, presenta diversi limiti. Il VAN, prima di tutto, non è un indice oggettivo nel senso che il suo valore tenderà a cambiare sulla base del soggetto che procede con il calcolo.

Il VAN, inoltre, è un indice adimensionale. Ne consegue che se due progetti richiedono investimenti iniziali di diverso importo, la diversità del VAN è dovuta anche a questo fattore. Si supponga che un progetto A richieda un investimento pari a 100 e l'investimento B pari a 10; il VAN derivante da A risulta essere pari a 30, quello derivante da B pari a 8. Sebbene il primo progetto permette di creare una ricchezza aggiuntiva superiore a quella del secondo ha però richiesto un investimento iniziale sensibilmente più elevato¹¹⁹. Da un punto di vista finanziario, infatti, l'investimento B risulta essere più conveniente.

Il VAN, infine, in quanto valore assoluto e non tasso di rendimento, non permette di conoscere il livello di redditività dell'investimento, utilizzando il VAN è possibile conoscere solo se il progetto rende più o meno del tasso di sconto utilizzato, a seconda che sia positivo o negativo.

3.3.3 Il tasso interno di rendimento

Il TIR rappresenta il tasso massimo che un investitore è disposto a pagare per reperire le risorse necessarie per il progetto. Il Tir, quindi, rappresenta quel tasso di sconto che rende nullo il valore attuale netto dell'iniziativa ovvero, quel tasso di sconto che rende paria zero la differenza tra flussi di cassa attualizzati in entrata e flussi di cassa attualizzati in uscita.

Il TIR, infatti, è pari a quel valore per cui viene soddisfatta la seguente equazione:

$$\sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + TIR)^t} = 0$$

La formula per calcolare il TIR è la stessa utilizzata per il VAN, con la differenza che in questo caso l'incognita è rappresentata dal tasso di sconto. La soluzione deve essere trovata per tentativi, però attraverso l'utilizzo di fogli elettronici tale procedimento è estremamente facilitato.

¹¹⁹ Cfr. G. Imperatori, op. cit., pag. 152.

Per utilizzare questo indicatore come strumento di selezione tra più investimenti vi è bisogno di un tasso soglia, ovvero il tasso minimo di rendimento richiesto. Tutti quei progetti che presentano un TIR inferiore rispetto al tasso soglia verranno scartati.

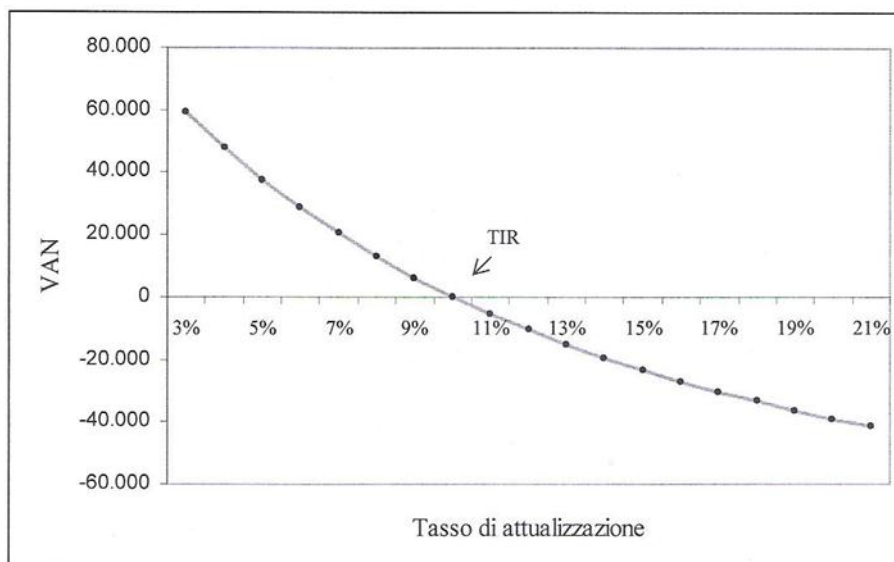
I tassi soglia possono essere rappresentati dal return on investment, da un costo opportunità oppure dal costo medio ponderato del capitale.

Il return on investment rappresenta il rendimento degli investimenti ed è pari al rapporto tra reddito e capitale investito. Scegliendo i progetti che presentano un Tir superiore al Roi medio aziendale l'impresa persegue l'obiettivo di aumentare il proprio valore.

Il costo opportunità è pari al rendimento a cui un determinato imprenditore rinuncia per investire i propri capitali in un altro progetto. Scegliendo il progetto che presenta un Tir superiore al costo opportunità si seleziona l'investimento che garantisce il rendimento più elevato. Il costo medio ponderato del capitale investito è pari alla media ponderata tra il costo del capitale di rischio e di debito. Rappresenta, quindi, il tasso minimo di rendimento necessario per remunerare tutti gli stakeholder. Di conseguenza verranno scelti solo quei progetti che presentano un Tir superiore al WACC.

Finora abbiamo affermato che se il Tir è maggiore del tasso soglia scelto allora conviene intraprendere una determinata iniziativa. Il più delle volte questa scelta è rafforzata da un VAN positivo.

Graf. 3.2 Relazione tra VAN e tasso di attualizzazione

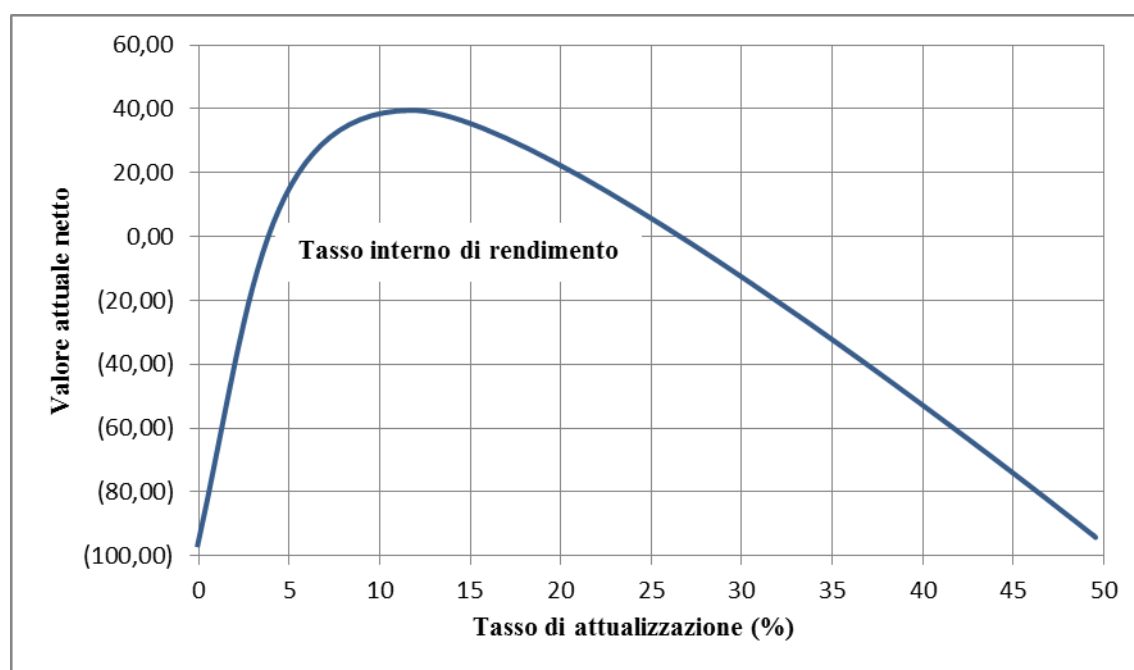


Fonte: Finnerty John D., Project financing: asset-based financial engineering, Wiley, 1996

Tutti i progetti presenti a sinistra del Tir sono da ritenersi accettabili poiché presentano un VAN positivo ed un Tir maggiore del tasso soglia. Tutti i progetti, invece, che si collocano a destra del Tir non verranno scelti poiché presentano un VAN negativo e un Tir inferiore rispetto al tasso soglia. In alcuni casi, però, un progetto può presentare diversi Tir. In questo caso si prenderà in considerazione solo il metodo del VAN.

Da un punto di vista matematico, il Tir è pari alla radice dell'equazione del valore attuale dei flussi di cassa. Nei progetti di tipo tradizionale, in cui c'è un investimento iniziale seguito da una serie di flussi di cassa positivi, c'è soltanto un cambiamento di segno nei flussi di cassa e quindi una sola radice, cioè un solo Tir. Se c'è più di un cambiamento di segno nei flussi di cassa ci sarà più di un Tir¹²⁰.

Graf. 3.3 Flussi di cassa dell'investimento



Fonte: A. Damodaran, *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, 2006

Nel grafico 3.3 è possibile notare come il segno dei flussi di cassa passa da negativo a positivo tra il quarto e il quinto anno e da positivo a negativo tra il venticinquesimo e il trentesimo anno, di qui i due Tir.

In questi casi, quando siamo in presenza di più Tir, viene calcolato e utilizzato soltanto il VAN.

¹²⁰ Cfr. A. Damodaran, *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, 2006, pag. 221.

3.3.4 L'analisi del servizio del debito

Il calcolo del VAN e del Tir viene effettuato principalmente per valutare la convenienza economica dell'iniziativa ovvero, stabilire se il progetto è in grado di generare flussi di cassa idonei a garantire un'adeguata remunerazione del capitale di rischio.

La banca arranger, invece, è interessata a verificare se il progetto è in grado di generare flussi di cassa tali da far fronte al servizio del debito ed anche ai tempi con i quali ilo finanziamento potrà essere rimborsato. La sua attenzione, quindi, sarà rivolta esclusivamente verso gli indici di copertura del debito e al rapporto tra capitale proprio e finanziamenti.

La struttura finanziaria del progetto, cioè il rapporto debito/capitale prescelto per sostenere l'iniziativa, rappresenta un equilibrio tra gli interessi contrapposti degli sponsor e delle banche finanziatrici¹²¹.

La banca, in veste di advisor, cercherà di massimizzare il tasso interno di rendimento per i promotori cercando di ridurre la quota di capitale di rischio da investire nell'iniziativa.

Ad una riduzione del capitale di rischio segue, però, un aumento del capitale di debito e quindi degli oneri finanziari.

La banca advisor, però, nel cercare di ridurre la quota di capitale proprio deve tener presente e soddisfare la seguente equazione:

$$FCO_t > DS_t$$

Dove:

FCO_t = Flusso di cassa operativo nell'esercizio t

DS_t = debt service relativo all'esercizio t

Dopo aver individuato la struttura finanziaria che meglio soddisfa gli interessi dei promotori, la banca advisor procede con l'analisi del servizio del debito ovvero, con il calcolo dei coefficienti di copertura o cover ratio.

Gli indici che vengono maggiormente utilizzati per verificare la fattibilità finanziaria dell'iniziativa sono:

¹²¹Cfr. G. Forestieri, op. cit., pag. 568.

- il Debt Service Cover Ratio (DSCR);
- il Loan Life Cover Ratio (LLCR).

Il Debt Service Cover Ratio è uguale al rapporto tra il flusso di cassa operativo e il servizio del debito in ogni anno di vita del progetto:

$$DSCR = \frac{FCO_t}{K_t + I_t + F_t}$$

Dove:

FCO_t = flusso di cassa operativo dell'anno t ;

K_t = quota capitale da rimborsare nell'esercizio t ;

I_t = quota interessi da rimborsare nell'esercizio t ;

F_t = eventuali commissioni dovute nell'esercizio t .

Con questo indice è possibile capire se i flussi di cassa operativi generati dal progetto sono in grado di coprire annualmente il servizio del debito suddivisibile in: quota interessi, quota capitale ed eventuali commissioni.

Tale indice dovrebbe assumere ogni anno un valore superiore ad 1. Se, invece, assume un valore inferiore o pari a 1 vuol dire che in quell'anno l'ammontare dei flussi di cassa sono inferiori rispetto all'ammontare del servizio del debito e, quindi, ci sarebbe una sospensione nel ripiegamento del debito.

Nella realtà operativa il valore minimo di tale indice richiesto dalla banca arranger varia da 1,4 a 1,6. Non basta, infatti, che questo indice sia superiore ad 1 poiché un indice troppo prossimo all'unità evidenzia la possibilità che anche minime variazioni dei flussi di cassa effettivi rispetto a quelle previsionali possano compromettere l'adempimento del servizio del debito.

Dal DSCR è possibile ricavare due ulteriori indici:

- Average Debt Service Cover Ratio¹²²
- Minimum Debt Service Cover Ratio¹²³

¹²² $ADSCR = \frac{1}{n} \frac{FCO_t}{K_t + I_t + F_t}$

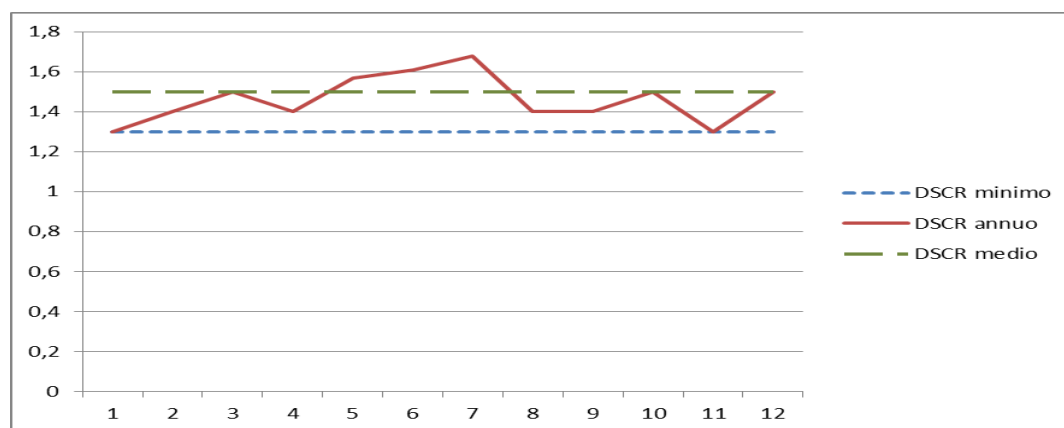
¹²³ Minimum Debt Service Cover Ratio.

Questi due indici mettono in luce, rispettivamente, l'andamento medio e il valore minimo raggiunto dal DSCR durante lo svolgimento dell'intera iniziativa.

I valori minimi richiesti dalla banca arranger sono pari rispettivamente a: 1,3/1,4 per l'ADSCR, e 1,2/1,3 per il MDSCR.

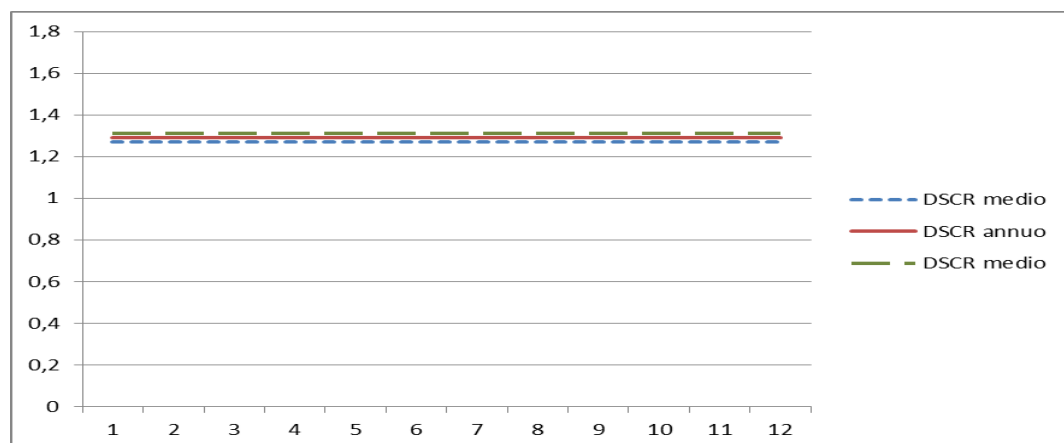
Il motivo per cui la banca arranger valuta anche l'ADCSR e il MDSCR lo si può capire dai due grafici che seguono. Sia il progetto A che il progetto B presentano lo stesso MDSCR, al tempo stesso, però, il progetto A presenta un ADSCR superiore rispetto a quello del progetto B. A è quindi un progetto preferito a B per il fatto che nel corso della fase operativa l'iniziativa assicura che in alcuni anni i valori del DSCR saranno superiori al valore minimo accettato. Ciò non si verifica, invece, nel caso del progetto B¹²⁴.

Graf. 3.4 DSCR progetto A



Fonte: S. Gatti, Manuale del project finance, Bancari editrice, Roma, 1999.

Graf. 3.4 DSCR progetto B



Fonte: S. Gatti, Manuale del project finance, Bancari editrice, Roma, 1999.

¹²⁴ Cfr. S.Gatti, op cit. pag. 223.

Un altro indice che viene utilizzato per valutare la fattibilità finanziaria dell'iniziativa è il Loan Life Cover Ratio. Questo indice è pari alla somma attualizzata dei flussi di cassa operativi tra l'istante di valutazione (s) e l'ultimo anno per il quale è previsto il rimborso debito ($s+n$) a cui viene aggiunta la Debt Reserve disponibile (R), il tutto fratto il debito residuo allo stesso istante di valutazione s (*Outstanding*):

$$LLCR = \frac{\sum_{t=s}^{s+n} \frac{FCO_t}{(1+r)^t} + R}{O_s}$$

Dove:

FCO_t = flusso di cassa operativo al tempo t ;

r = tasso di attualizzazione;

R = debt reserve;

s = istante di valutazione;

O = debito residuo all'istante t .

Tale indice misura la capacità del progetto di ripagare il servizio del debito secondo il piano di ammortamento prestabilito attraverso i flussi di cassa registrati durante la vita del finanziamento.

Anche in questo caso tale indice dovrebbe presentare un valore superiore all'unità. Nella prassi vengono definiti accettabili valori pari o superiori ad un 1,3 al fine di garantire un alla banca arranger un margine di sicurezza.

3.4 L'analisi di sensitività

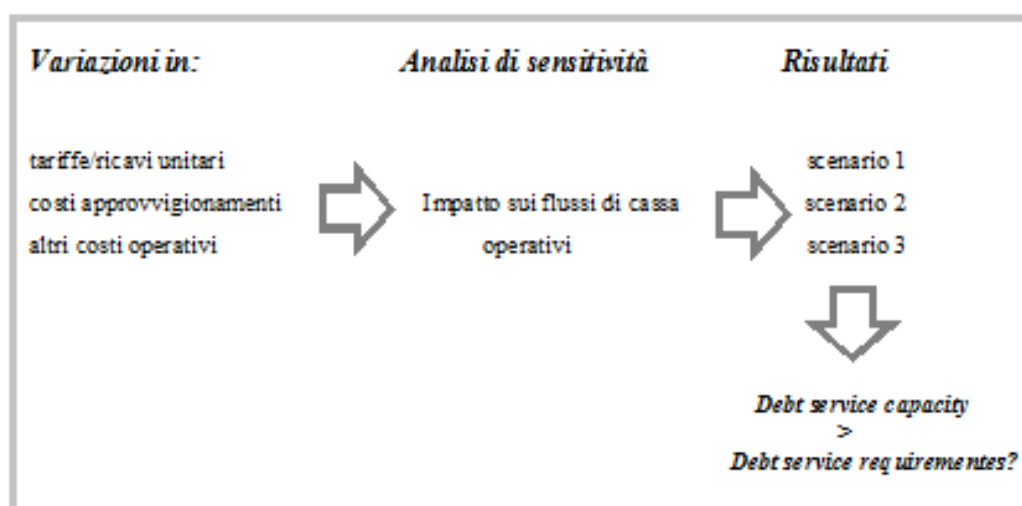
Dopo aver redatto il piano economico-finanziario al fine di valutare la convenienza economica e la fattibilità finanziaria dell'iniziativa, la banca advisor procede con un'ulteriore analisi: l'analisi di sensitività

Il fine ultimo di questa analisi è quello di vedere come variano determinati risultati al variare di alcune variabili ovvero, qual è la variazione massima ipotizzabile di una

variabile chiave che consente comunque di rispettare la condizione *debt service capacity > debt service requirements*¹²⁵.

Il primo passo da compiere è quello di stabilire quali variabili sottoporre all'analisi. Siccome non ha senso prendere in considerazione grandezze che hanno un impatto limitato sui risultati economico-reddittuali del progetto, le variabili oggetto dell'analisi saranno quelle grandezze la cui variazione, anche limitata, potrebbe provocare variazioni significative nell'ammontare dei flussi di cassa necessari per il rimborso del debito e del capitale proprio. Si pensi ad esempio ai ricavi di vendita oppure ai costi operativi.

Fig. 3.7 La logica della sensitivity analysis



Fonte: S. Gatti, Manuale di project finance, Bancaria Editrice, Roma, 1999.

Dopo aver individuato le variabili da sottoporre all'analisi vengono delineati i diversi scenari che possono manifestarsi rispetto al *base case*.

Scenari che possono manifestarsi sono:

Best case: vi è un miglioramento di tutte le variabili prese in considerazione e quindi un miglioramento generale del progetto.

Worst case: vi è un peggioramento di tutte le variabili prese in considerazione (aumento dei costi e riduzione delle tariffe e quindi dei ricavi) che vanno ad incidere negativamente sulla fattibilità economico-finanziaria dell'iniziativa.

Revenues reduction: vi è una riduzione dei ricavi mentre i costi rimangono costanti, questo scenario provoca una riduzione dei coefficienti di copertura del finanziamento

¹²⁵ Cfr. G. Forestieri, op. cit., pag. 574.

Cost overrun: si ipotizzano dei costi di investimento superiori rispetto a quelli stabiliti nel piano economico-finanziario. Questo scenario è plausibile in iniziative che si basano su tecnologie non ben sperimentate e oppure con una fase di costruzione di lunga durata.

Maturity reduction: è uno scenario in cui vi è una riduzione del periodo di rimborso del finanziamento con un conseguente aumento del servizio del debito. Dei contratti di finanziamento.

Al termine di quest'ultima analisi la banca advisor redige uno scenario, il cosiddetto *bankig case*, che rappresenta quello di riferimento per la stipulazione di tutti gli accordi contrattuali.

CAPITOLO 4

REALIZZAZIONE DI UN PARCHEGGIO MULTIPIANO MEDIANTE PROJECT FINANCING

SOMMARIO: 4.1 Il progetto – 4.2 Lo studio di fattibilità economico-finanziaria del progetto – 4.2.1 Le assunzioni del piano economico-finanziario – 4.2.3 Il piano economico finanziario – 4.3 Valutazioni finali

4.1 Il progetto

Il progetto esaminato in questo capitolo è un esempio concreto di project financing e consiste nella realizzazione di un parcheggio multipiano di un'Azienda Ospedaliera del sud Italia^{126 127}.

Alla fine degli anni '90 la Regione **Alfa** ha inoltrato al Ministero della Sanità una richiesta di finanziamento dell'importo complessivo di Lire 75'970'000'000 sui fondi previsti dall'art. 71 della Legge 448/98 al fine di realizzare un programma straordinario per l'evoluzione strutturale, tecnologica ed organizzativa dell'Azienda Ospedaliera **Beta** (nel seguito A.O.)

Con il Decreto del 05/04/2001, il Ministro della Sanità ha proceduto all'individuazione dei progetti presentati dalle Regioni per la riqualificazione dell'assistenza sanitaria nei grandi centri urbani e alla ripartizione delle relative risorse finanziarie.

Nell'ambito del predetto Decreto, tra i finanziamenti destinati all'A.O. è stato inserito anche un intervento di “*Riqualificazione delle aree esterne e realizzazione di autorimessa interrata*” realizzato mediante project financing.

Nel maggio 2010 l'A.O. ha pubblicato un bando di gara per la realizzazione di un parcheggio multipiano. Tale bando prevedeva la concessione di costruzione e gestione del parcheggio per n. 650 posti auto¹²⁸ distribuiti su tre piani di 4.500 m² per un

¹²⁶ Per motivi di riservatezza i nomi dei soggetti coinvolti sono stati modificati.

¹²⁷ Per la redazione di questo capitolo sono stati utilizzati i seguenti documenti: bando di gara, disciplinare di gara e relazione illustrativa del progetto.

¹²⁸ Dei 650 posti auto 40 sono riservati a disabili

importo di spesa pari a €7.230.396,59, di cui €4.131.655,19 a valere sui fondi del richiamato art.71 ed € 3.098.741,40 quale apporto di capitale privato.

Dopo aver valutato attentamente le diverse proposte, l'A.O. ha decretato vincitore la società **Gamma S.p.A.**¹²⁹, la quale a sua volta ha esercitato la facoltà, prevista nel bando, di costituirsi in società di progetto¹³⁰, **Delta s.r.l.** (SPV), ed ha ottenuto un finanziamento dell'importo complessivo di €3.098.741,40, dalla Banca **Omega** per far fronte ai costi di costruzione. La tecnica scelta per la realizzazione del progetto è quella definita *build-operate-transfer* (BOT), poiché alla fine del periodo di concessione, stabilito in 18 anni, l'opera realizzata sarà trasferita, gratuitamente, all'A.O.. L'opera è stata realizzata in un'area strategica del Plesso Ospedaliero dell'A.O. poiché a cavallo tra l'Ospedale e l'Università della Regione **Alfa**, in uno scenario di carenza di posti auto in particolare nelle ore diurne. La fruizione del parcheggio, pertanto, vede da un lato permanenze medio lunghe per i degenti e i parenti dei degenti che necessitano di assistenza continua e dall'altro permanenze brevi per i visitatori e i fruitori di attività sanitarie diverse (day hospital, visite, terapie, etc.) ed anche per gli studenti e i dipendenti della struttura universitaria, dotata di un'area di parcheggio insufficiente.

Nel realizzare l'opera il concessionario ha dovuto obbligatoriamente tener conto di diversi aspetti, ovvero:

- necessità di parcheggi gratuiti per i dipendenti dell'A.O. e delle ditte operanti stabilmente nel Plesso Ospedaliero per alcuni servizi esternalizzati;
- necessità di garantire ai fruitori delle attività sanitarie differenti tariffe di parcheggio (oraria, giornaliera, settimanale, etc.);
- necessità di individuare le connessioni più idonee ed agevoli tra le aree di parcheggio e i Padiglioni del Plesso Ospedaliero;
- necessità di garantire la manutenzione e la cura del verde in tutte le aree non edificate del Plesso Ospedaliero;
- efficienza ed automazione nelle procedure di ingresso/uscita e di pagamento delle tariffe.

¹²⁹ Per l'aggiudicazione della concessione l'A.O. ha optato per la procedura aperta disciplinata dall'art. 153 del d.lgs n.163 del 2006. Il concessionario viene individuato mediante un'unica gara. L'Amministrazione pubblica un bando per l'individuazione del promotore, mediante il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa, ponendo a base di gara lo studio di fattibilità del progetto che si intende realizzare. Le offerte saranno corredate di un progetto preliminare, una bozza di convenzione e un piano economico-finanziario asseverato da una banca. La progettazione preliminare, definitiva ed esecutiva risulta essere integralmente affidata al concessionario.

¹³⁰ Secondo l'art. 153 del d.lgs n.163 del 2006 il capitale sociale della società di progetto non può essere inferiore a € 410.000,00.

Il bando, inoltre, ha stabilito che la durata della concessione è pari a 18 anni, a questi però vanno aggiunti 21 mesi per la fase di realizzazione ed altri sei per la sei di progettazione dell'opera.

Tab 4.1 Cronoprogramma

| | | <i>Procedura di gara</i> | <i>Aggiudicazione</i> | <i>Progettazione definitiva</i> | <i>Progettazione esecutiva</i> | <i>Esecuzione dei lavori</i> | <i>Collaudo</i> | <i>Gestione</i> |
|------|-----------|------------------------------|-----------------------|-------------------------------------|------------------------------------|----------------------------------|-----------------|-----------------|
| 2010 | Maggio | | | | | | | |
| | Giugno | | | | | | | |
| | Luglio | | | | | | | |
| | Agosto | | | | | | | |
| | Settembre | | | | | | | |
| | Ottobre | | | | | | | |
| | Novembre | | | | | | | |
| | Dicembre | | | | | | | |
| 2011 | Gennaio | | | | | | | |
| | Febbraio | | | | | | | |
| | Marzo | | | | | | | |
| | Aprile | | | | | | | |
| | Maggio | | | | | | | |
| | Giugno | | | | | | | |
| | Luglio | | | | | | | |
| | Agosto | | | | | | | |
| | Settembre | | | | | | | |
| | Ottobre | | | | | | | |
| | Novembre | | | | | | | |
| | Dicembre | | | | | | | |
| 2012 | Gennaio | | | | | | | |
| | Febbraio | | | | | | | |
| | Marzo | | | | | | | |
| | Aprile | | | | | | | |
| | Maggio | | | | | | | |
| | Giugno | | | | | | | |
| | Luglio | | | | | | | |
| | Agosto | | | | | | | |
| | Settembre | | | | | | | |
| | Ottobre | | | | | | | |
| | Novembre | | | | | | | |
| | Dicembre | | | | | | | |
| 2013 | Gennaio | | | | | | | |
| | Febbraio | | | | | | | |
| | Marzo | | | | | | | |

Il costo dell'investimento, stimato sulla base dei costi di realizzazione di interventi analoghi effettuati in Italia, è di €500,00 per mq di superficie.

Il costo di costruzione del parcheggio multipiano risulta pertanto:

- superficie: mq 13.500
- 650 posti auto
- € 6.750.000,00

che corrisponde ad un costo di costruzione a posto auto di €10.000,00 circa.

A tali costi, in cui sono inclusi ad esempio i costi dei sistemi di controllo, delle strutture di ingresso e di uscita sia carrabili che pedonali, delle casse e delle attrezzature varie, della sistemazione della copertura e di qualsiasi arredo, vanno aggiunti i costi per assicurazioni e spese di controllo che corrispondono al 7% circa del costo di costruzione.

Il costo complessivo dell'investimento, quindi, è possibile suddividerlo nel modo seguente¹³¹:

Tab 4.2 Struttura dell'investimento

| <i>Investimento</i> | <i>Costo</i> | <i>%</i> |
|---|-----------------------|-------------|
| Strutture | € 5.061.277,613 | 70% |
| Installazioni interne e zone di accesso | € 723.039,659 | 10% |
| Pavimentazioni | € 1.446.079,318 | 20% |
| Deviazioni e collegamento reti tecnologiche | € 723.039,659 | 10% |
| <i>Costo totale</i> | € 7.230.396,59 | 100% |

L'investimento, quindi, è stimato in € 7.230.396,00 e la fase di realizzazione è pari a 21 mesi. Per la copertura dei fabbisogni relativi a tale fase sono state individuate le seguenti fonti di finanziamento:

¹³¹ Si è giunti alla struttura dell'investimento attraverso una simulazione effettuata prendendo come riferimento i dati presenti nel caso "il parcheggio S.Orsola". C. Tamarowski, *Project financing e opere pubbliche in Italia. Il settore delle costruzioni*, Egea, Milano, 2001.

Tab 4.3 Fonti di finanziamento

| | |
|--|-------------------------------|
| Capitale sociale | € 1.162.028 |
| Finanziamento erogato dalla Banca Omega a favore della società di progetto | € 3.098.741,40 |
| Contributo pubblico | € 4.131.655,19 |
| <i>Totale</i> | <i>€ 8.392.424, 61</i> |

È possibile notare come l'ammontare delle fonti di finanziamento per la realizzazione dell'opera (€8.392,424,61) è superiore al costo dell'investimento (€ 7.230.396,59) a causa degli ulteriori fabbisogni legati alle immobilizzazioni immateriali (costi di impianto e di ampliamento).

Il ricorso al project financing ha rappresentato l'unica soluzione possibile per realizzare un sistema efficiente di gestione del parcheggio sia perché detta attività esula dalla mission dell'A.O., finalizzata alla salvaguardia della salute dei cittadini, sia perché la compartecipazione di capitale privato ha reso realizzabile un intervento di maggiori dimensioni e, pertanto, risolutivo della problematica rappresentata dalla carenza di parcheggi.

4.2 Lo studio di fattibilità economico-finanziaria del progetto

Di seguito è stato elaborato il piano economico finanziario della società di progetto (**Delta Srl**)¹³² al fine di effettuare uno studio di fattibilità economico-finanziaria.

Il successo di un'operazione di project financing risiede nella capacità dell'iniziativa di generare flussi di cassa sufficienti a garantire il rimborso del debito ed un'adeguata remunerazione del capitale proprio.

Il fine ultimo dello studio di fattibilità è verificare se il progetto è in grado di generare valore.

¹³² Il piano economico finanziario è stato elaborato sulla base di ipotesi ed assunzioni formulate dall'autore della tesi e sulla base di dati presenti nel bando di gara e nella relazione illustrativa del progetto.

Con una serie di valutazioni, quindi, gli sponsor, in questo caso la società **Gamma S.p.A.**, decidono se intraprendere o meno l'iniziativa ed, inoltre, i finanziatori possono giudicare il grado di bancabilità ovvero, la sostenibilità finanziaria dell'operazione. Prima di procedere con la simulazione del piano economico finanziario è opportuno esaminare la struttura dei ricavi, dei costi e le diverse assunzioni legate al piano.

4.2.1 Le assunzioni del piano economico finanziario

I ricavi derivanti dalla vendita del servizio sono calcolati ipotizzando, su un totale di 8760 ore/anno disponibili, 8300 ore/anno complessive di erogazione effettiva.

Le ore effettive sono state stimate ipotizzando che il servizio non venga erogato per cause di forza maggiore per 460 ore nel corso di un anno.

Il prezzo delle tariffe, stabilito nella relazione illustrativa, è pari a:

- 0,50 €/h tariffa oraria
- 2,50 €/h tariffa giornaliera
- 10,00 €/h tariffa settimanale
- 25,00 €/h tariffa mensile

Per quanto riguarda invece la frequenza di ingresso di macchine sono stati ipotizzati i seguenti livelli:

- 0,96 macchine/ora per tariffa mensile
- 2,41 macchine/ora per tariffa settimanale
- 17,83 macchine/ora per tariffa giornaliera
- 93,97 macchine/ora per tariffa oraria

A questo punto è possibile, sulla base di questi dati, prevedere i ricavi annuali di gestione:

Tab. 4.4. Struttura ricavi

| <i>Ore</i> | <i>Tariffa</i> | <i>Frequenza</i> | <i>Ricavi</i> |
|----------------------|----------------|------------------|-----------------------|
| 8300 | € 0,50 | 93,97 | € 390.000,00 |
| 8300 | € 2,50 | 17,83 | € 370.000,00 |
| 8300 | € 10,00 | 2,41 | € 200.000,00 |
| 8300 | € 25,00 | 0,96 | € 190.000,00 |
| <i>Totale</i> | | | € 1.150.000,00 |

I ricavi di gestione saranno indicizzati al tasso di inflazione che, ai fini della simulazione, è stato ipotizzato costante nel tempo e pari al 5% annuo.

Relativamente, invece, ai costi annuali di gestione, questi possono essere determinati sulla base di costi di parcheggi interrati simili, utilizzando un parametro di costo per posto auto pari a circa € 846,00. Questo importo include: i costi delle pulizie (15%), delle manutenzioni ordinarie (23%) e di altri servizi (11,67%), delle assicurazioni e delle spese amministrative (15%), compreso tutto il personale necessario per la gestione dell'intero sistema dei parcheggi (27%). A detto valore è necessario sommare la spesa per la manutenzione del verde, quantificabile in circa € 50.000 annui (8,33%).

L'importo annuale dei costi di gestione si attesta, pertanto, sul valore di € 600.000,00¹³³.

Anche i costi di gestione, così come i ricavi, saranno indicizzati ad un tasso di inflazione costante nel tempo e pari al 5% anno.

Per costruire il piano economico finanziario sono state elaborate altre assunzioni ovvero:

- aliquota di ammortamento delle immobilizzazioni immateriali pari al 20%;
- aliquota di ammortamento delle immobilizzazioni tecniche pari al 10%;
- i costi di investimento non sono stati indicizzati in quanto si è ipotizzato un tipo di contratto chiavi in mano con prezzo fisso ed invariabile;

¹³³ Essendo il numero di parcheggi pari a 650 e il costo unitario annuo pari a circa € 846,00, il costo annuo di gestione sarà pari a circa € 550.000,00. A questo va aggiunto il costo per la manutenzione del verde.

- la tassazione sul reddito è pari al 27,5%;
- i dividendi cominciano ad essere distribuiti a partire dal 2015 (40%);
- la riserva legale, pari a 1/5 del capitale sociale comincia ad essere costituita dal 2014;
- i crediti e debiti commerciali sono stati ipotizzati pari a zero¹³⁴;
- il credito contratto con banca la Omega verrà così rimborsato (5 anni ad un tasso del 5%):

Tab. 4.5. Piano rimborso credito

| | <i>Quota capitale</i> | <i>Capitale residuo</i> | <i>Quota interessi</i> | <i>Rata</i> |
|-----------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|--------------|
| | | € 3.098.741,4 | | |
| <i>I Anno</i> | € 619.748,28 | € 2.478.993,12 | € 154.937,07 | € 774.685,35 |
| <i>II Anno</i> | € 619.748,28 | € 1.859.244,84 | € 123.949,65 | € 743.967,93 |
| <i>III Anno</i> | € 619.748,28 | € 1.239.496,56 | € 92.962,25 | € 712.710,53 |
| <i>IV Anno</i> | € 619.748,28 | € 619.748,28 | € 61.974, 83 | € 681.723,11 |
| <i>V Anno</i> | € 619.748,28 | € 0,00 | €30.987,41 | € 650.735,69 |

4.2.3 Il piano economico finanziario

Per poter valutare la convenienza economica e la fattibilità finanziaria dell'iniziativa ovvero, il suo grado di bancabilità, è stato elaborato, un piano economico finanziario previsionale relativo alla società di progetto (Delta Srl) che si basa sulle ipotesi ed assunzioni precedentemente illustrate.

¹³⁴ Su 650 posti disponibili solo 20 sono riservati ad abbonamenti, di conseguenza l'importo dei crediti e dei debiti commerciali non incide in maniera sostanziale sul risultato dei diversi esercizi.

Tab. 4.6.1 Conto economico previsionale

| CONTO ECONOMICO | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | | | | | | |
| Ricavi da tariffa giornaliera | | | 355.005,00 | 372.755,25 | 391.393,01 | 410.962,66 |
| Ricavi da tariffa oraria | | | 321.279,53 | 337.343,50 | 354.210,68 | 371.921,21 |
| Ricavi da tariffa settimanale | | | 295.795,24 | 310.585,00 | 326.114,25 | 342.419,96 |
| Ricavi da tariffa mensile | | | 295.795,24 | 310.585,00 | 326.114,25 | 342.419,96 |
| RICAVI OPERATIVI | 0,00 | 0,00 | 1.267.875,00 | 1.331.268,75 | 1.397.832,19 | 1.467.723,80 |
| Ricavi da contributo pubblico | | | 413.166 | 413.166 | 413.166 | 413.166 |
| VALORE DELLA PRODUZIONE | 0,00 | 0,00 | 1.681.041 | 1.744.435 | 1.810.998 | 1.880.890 |
| Costo del personale | | | (178.605,00) | (187.535,25) | (196.912,01) | (206.757,61) |
| Costo per attività di manutenzione | | | (152.145,00) | (159.752,25) | (167.739,86) | (176.126,86) |
| Costo pulizie | | | (99.225,00) | (104.186,25) | (109.395,56) | (114.865,34) |
| Costo assicurazione | | | (99.225,00) | (104.186,25) | (109.395,56) | (114.865,34) |
| Costo per manutenzione del verde | | | (55.102,95) | (57.858,10) | (60.751,00) | (63.788,55) |
| Altri costi | | | (77.197,05) | (81.056,90) | (85.109,75) | (89.365,24) |
| COSTI OPERATIVI | 0,00 | 0,00 | (661.500) | (694.575) | (729.304) | (765.769) |
| MOL | 0,00 | 0,00 | 1.019.541 | 1.049.860 | 1.081.694 | 1.115.121 |
| Amm. Tecnici | | | (723.039,66) | (723.039,66) | (723.039,66) | (723.039,66) |
| Amm. Consulenze | | | (232.405,60) | (232.405,60) | (232.405,60) | (232.405,60) |
| RISULTATO OPERATIVO | 0,00 | 0,00 | 64.095 | 94.414 | 126.249 | 159.676 |
| Proventi/Oneri finanziari | | | (154.937,07) | (123.949,66) | (92.962,24) | (61.974,83) |
| REDDITO ANTE IMPOSTE | 0,00 | 0,00 | (90.842) | (29.535,17) | 33.286,94 | 97.700,77 |
| Imposta sul reddito | | | (24.981,4978) | (8.122,1718) | (9.153,9075) | (26.867,7117) |
| RISULTATO NETTO | 0,00 | 0,00 | (115.823,31) | (37.657,34) | 24.133,03 | 70.833,06 |
| Risultato legale | | | 0,00 | 0,00 | (4.826,61) | (14.166,61) |
| Dividendi | | | 0,00 | 0,00 | 0,00 | (0,00) |
| RISULTATO NETTO POST DIV. E RIS. | 0,00 | 0,00 | (115.823,31) | (37.657,34) | 19.306,42 | 56.666,45 |

Tab. 4.6.2 Conto economico previsionale

| CONTO ECONOMICO | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Ricavi da tariffa giornaliera | 431.510,80 | 453.086,34 | 475.740,65 | 499.527,69 | 524.504,07 | 550.729,27 | 578.265,74 |
| Ricavi da tariffa oraria | 390.517,27 | 410.043,13 | 430.545,29 | 452.072,56 | 474.676,18 | 498.409,99 | 523.330,49 |
| Ricavi da tariffa settimanale | 359.540,96 | 377.518,01 | 396.393,91 | 416.213,60 | 437.024,28 | 458.875,50 | 481.819,27 |
| Ricavi da tariffa mensile | 359.540,96 | 377.518,01 | 396.393,91 | 416.213,60 | 437.024,28 | 458.875,50 | 481.819,27 |
| RICAVI OPERATIVI | 1.541.109,99 | 1.618.165,49 | 1.699.073,76 | 1.784.027,45 | 1.873.228,82 | 1.966.890,26 | 2.065.234,77 |
| Ricavi da contributo pubblico | 413.166 | 413.166 | 413.166 | 413.166 | 413.166 | 413.166 | 0,00 |
| VALORE DELLA PRODUZIONE | 1.954.276 | 2.031.331 | 2.112.240 | 2.197.193 | 2.286.395 | 2.380.056 | 2.065.235 |
| Costo del personale | (217.095,50) | (227.950,27) | (239.347,78) | (251.315,17) | (263.880,93) | (277.074,98) | (290.928,73) |
| Costo per attività di manutenzione | (184.933,20) | (194.179,86) | (203.888,85) | (214.083,29) | (224.787,46) | (236.026,83) | (247.828,17) |
| Costo pulizie | (120.608,61) | (126.639,04) | (132.970,99) | (139.619,54) | (146.600,52) | (153.930,54) | (161.627,07) |
| Costo assicurazione | (120.608,61) | (126.639,04) | (132.970,99) | (139.619,54) | (146.600,52) | (153.930,54) | (161.627,07) |
| Costo per manutenzione del verde | (66.977,98) | (70.326,88) | (73.843,22) | (77.535,38) | (81.412,15) | (85.482,76) | (89.756,90) |
| Altri costi | (93.833,50) | (98.525,17) | (103.451,43) | (108.624,00) | (114.055,20) | (119.757,96) | (125.745,86) |
| COSTI OPERATIVI | (804.057) | (844.260) | (886.473) | (930.797) | (977.337) | (1.026.204) | (1.077.514) |
| MOL | 1.150.219 | 1.187.071 | 1.225.766 | 1.266.397 | 1.309.058 | 1.353.853 | 987.721 |
| Amm. Tecnici | (723.039,66) | (723.039,66) | (723.039,66) | (723.039,66) | (723.039,66) | (723.039,66) | 0,00 |
| Amm. Consulenze | (232.405,60) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| RISULTATO OPERATIVO | 194.773 | 464.032 | 502.727 | 543.357 | 586.018 | 630.813 | 987.721 |
| Proventi/Oneri finanziari | (30.987,41) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| REDDITO ANTE IMPOSTE | 163.785,92 | 464.031,57 | 502.726,83 | 543.356,86 | 586.018,38 | 630.813 | 987.720,97 |
| Imposta sul reddito | (45.041,1290) | (127.608,6809) | (138.249,8786) | (149.423,1363) | (161.155,0550) | (173.473,5703) | (271.623,2681) |
| RISULTATO NETTO | 118.744,79 | 336.422,89 | 364.476,95 | 393.933,72 | 424.863,33 | 457.339,41 | 716.097,71 |
| Risultato legale | (23.748,96) | (15.359,22) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dividendi | (28.333,22) | (47.497,92) | (134.569,15) | (145.790,78) | (157.573,49) | (169.945,33) | (182.935,77) |
| RISULTATO NETTO POST DIV. E RIS. | 66.662,61 | 273.565,75 | 229.907,80 | 248.142,94 | 267.289,84 | 287.394,08 | 533.161,94 |

Tab. 4.6.3 Conto economico previsionale

| CONTO ECONOMICO | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | | | | | | | |
| Ricavi da tariffa giornaliera | 607.179,02 | 637.537,98 | 669.414,87 | 702.885,62 | 738.029,90 | 774.931,39 | 813.677,96 |
| Ricavi da tariffa oraria | 549.497,02 | 576.971,87 | 605.820,46 | 636.111,48 | 667.917,06 | 701.312,91 | 736.378,56 |
| Ricavi da tariffa settimanale | 505.910,24 | 531.205,75 | 557.766,04 | 585.654,34 | 614.937,05 | 645.683,91 | 677.968,10 |
| Ricavi da tariffa mensile | 505.910,24 | 531.205,75 | 557.766,04 | 585.654,34 | 614.937,05 | 645.683,91 | 677.968,10 |
| RICAVI OPERATIVI | 2.168.496,51 | 2.276.921,34 | 2.390.767,41 | 2.510.305,78 | 2.635.821,07 | 2.767.612,12 | 2.905.992,72 |
| Ricavi da contributo pubblico | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,00 |
| VALORE DELLA PRODUZIONE | 2.168.497 | 2.276.921 | 2.390.767 | 2.510.306 | 2.635.821 | 2.767.612 | 2.905.993 |
| Costo del personale | (305.475,16) | (320.748,92) | (336.786,37) | (353.625,69) | (371.306,97) | (389.872,32) | (409.365,93) |
| Costo per attività di manutenzione | (260.219,58) | (273.230,56) | (286.892,09) | (301.236,69) | (316.298,53) | (332.113,45) | (348.719,13) |
| Costo pulizie | (169.708,42) | (178.193,84) | (187.103,54) | (196.458,71) | (206.281,65) | (216.595,73) | (227.425,52) |
| Costo assicurazione | (169.708,42) | (178.193,84) | (187.103,54) | (196.458,71) | (206.281,65) | (216.595,73) | (227.425,52) |
| Costo per manutenzione del verde | (94.244,74) | (98.956,98) | (103.904,83) | (109.100,07) | (114.555,08) | (120.282,83) | (126.296,97) |
| Altri costi | (132.033,15) | (138.634,81) | (145.566,55) | (152.844,88) | (160.487,12) | (168.511,48) | (176.937,05) |
| COSTI OPERATIVI | (1.131.389) | (1.187.959) | (1.247.357) | (1.309.725) | (1.375.211) | (1.443.972) | (1.516.170) |
| MOL | 1.037.107 | 1.088.962 | 1.143.410 | 1.200.581 | 1.260.610 | 1.323.641 | 1.389.823 |
| Amm. Tecnici | (0,00) | (0,00) | (0,00) | (0,00) | (0,00) | (0,00) | 0,00 |
| Amm. Consulenze | (0,00) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| RISULTATO OPERATIVO | 1.037.107 | 1.088.962 | 1.143.410 | 1.200.581 | 1.260.610 | 1.323.641 | 1.389.823 |
| Proventi/Oneri finanziari | (0,00) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| REDDITO ANTE IMPOSTE | 1.037.107,02 | 1.088.962,38 | 1.143.410,50 | 1.200.581,02 | 1.260.610,08 | 1.323.641 | 1.389.822,60 |
| Imposta sul reddito | (285.204,4315) | (299.464,6543) | (314.437,8865) | (330.159,7796) | (346.667,7708) | (364.001,1592) | (382.201,2163) |
| RISULTATO NETTO | 751.902,59 | 789.497,73 | 828.972,61 | 870.421,24 | 913.942,30 | 959.639,42 | 1.007.621,39 |
| Risultato legale | (0,00) | (0,00) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dividendi | (286.439,08) | (300.761,04) | (315.799,09) | (331.589,04) | (348.168,49) | (365.576,92) | (383.855,77) |
| RISULTATO NETTO POST DIV. E RIS. | 465.463,51 | 488.736,69 | 513.173,52 | 538.832,19 | 565.773,81 | 594.062,50 | 623.765,62 |

Tab. 4.7.1 Stato patrimoniale previsionale

| STATO PATRIMONIALE | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Immob. Imm. | 498.012,00 | 1.162.028,00 | 929.622,40 | 697.216,80 | 464.811,20 | 232.405,60 |
| Imm. tecniche lorde | 3.098.741,40 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 |
| (Fondo ammortamento) | 0,00 | 0,00 | 723.039,66 | 1.446.079,32 | 2.169.118,98 | 2.892.158,64 |
| Imm. tecniche nette | 3.098.741,40 | 7.230.396,59 | 6.507.356,93 | 5.784.317,27 | 5.061.277,61 | 4.338.237,95 |
| IMMOBILIZZAZIONI | 3.596.753,40 | 8.392.424,59 | 7.436.979,33 | 6.481.534,07 | 5.526.088,81 | 4.570.643,55 |
| Crediti comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Debiti comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| CAPITALE INVESTITO NETTO | 3.596.753,40 | 8.392.424,59 | 7.436.979,33 | 6.481.534,07 | 5.526.088,81 | 4.570.643,55 |
| | | | | | | |
| Linea di credito | 1.328.032,03 | 3.098.741,40 | 2.478.993,12 | 1.859.244,84 | 1.239.496,56 | 619.748,28 |
| Debiti v/banche | 0 | 0 | 193.292,33 | 308.418,69 | 361.754,68 | 368.390,65 |
| Disponibilità liquide | | | | | | |
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA V/TERZI | 1.328.032,03 | 3.098.741,40 | 2.672.285,45 | 2.167.663,53 | 1.601.251,24 | 988.138,93 |
| | | | | | | |
| Capitale sociale | 498.012,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 |
| Altre riserve (Contributo pubblico) | 1.770.709,37 | 4.131.655,19 | 3.718.489,19 | 3.305.323,19 | 2.892.157,19 | 2.478.991,19 |
| Risultati riportati a nuovo | 0 | 0 | 0 | (115.823,31) | (153.480,65) | (134.174,23) |
| Risultato netto post-dividendi e ris. | 0,00 | 0,00 | (115.823,31) | (37.657,34) | 19.306,42 | 56.666,45 |
| Riserva legale | 0,00 | 0,00 | (0,00) | (0,00) | 4.826,61 | 18.993,22 |
| PATRIMONIO NETTO | 2.268.721,37 | 5.293.683,19 | 4.764.693,88 | 4.313.870,54 | 3.924.837,57 | 3.582.504,63 |
| | | | | | | |
| TOTALE FONTI | 3.596.753,40 | 8.392.424,59 | 7.436.979,33 | 6.481.534,07 | 5.526.088,81 | 4.570.643,55 |

Tab. 4.7.2 Stato patrimoniale previsionale

| STATO PATRIMONIALE | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Immob. Imm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Imm. tecniche lorde | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 |
| (Fondo ammortamento) | 3.615.198,30 | 4.338.237,95 | 5.061.277,61 | 5.784.317,27 | 6.507.356,93 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 |
| Imm. tecniche nette | 3.615.198,30 | 2.892.158,64 | 2.169.118,98 | 1.446.079,32 | 723.039,66 | 0,00 | 0,00 |
| IMMOBILIZZAZIONI | 3.615.198,30 | 2.892.158,64 | 2.169.118,98 | 1.446.079,32 | 723.039,66 | 0,00 | 0,00 |
| Credit comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Debiti comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| CAPITALE INVESTITO NETTO | 3.615.198,30 | 2.892.158,6 | 2.169.118,98 | 1.446.079,32 | 723.039,66 | 0,00 | 0,00 |
| | | | | | | | |
| Linea di credito | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Debiti v/banche | 355.448,10 | | | | | | |
| Disponibilità liquide | | (243.350,53) | (783.131,99) | (1.341.148,59) | (1.918.312,09) | (2.515.584,64) | (3.048.746,58) |
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA V/TERZI | 355.448,10 | (243.350,53) | (783.131,99) | (1.341.148,59) | (1.918.312,09) | (2.515.584,64) | (3.048.746,58) |
| | | | | | | | |
| Capitale sociale | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 |
| Altre riserve (Contributo pubblico) | 2.065.825,19 | 1.652.659,19 | 1.239.493,19 | 826.327,19 | 413.161,19 | 0,00 | 0,00 |
| Risultati riportati a nuovo | (77.507,78) | (10.845,17) | 262.720,58 | 492.628,38 | 740.771,32 | 1.008.061,16 | 1.295.455,24 |
| Risultato netto post-dividendi e ris. | 66.662,61 | 273.565,75 | 229.907,80 | 248.142,94 | 267.289,84 | 287.394,08 | 533.161,94 |
| Riserva legale | 42.742,18 | 58.101,40 | 58.101,40 | 58.101,40 | 58.101,40 | 58.101,40 | 58.101,40 |
| PATRIMONIO NETTO | 3.259.750,20 | 3.135.509,17 | 2.952.250,97 | 2.787.227,91 | 2.641.351,75 | 2.515.584,64 | 3.048.746,58 |
| | | | | | | | |
| TOTALE FONTI | 3.615.198,3 | 2.892.158,6 | 2.169.118,98 | 1.446.079,32 | 723.039,66 | 0,00 | 0,00 |

Tab. 4.7.3 Stato patrimoniale previsionale

| STATO PATRIMONIALE | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|--|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Immob. Imm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Imm. tecniche lorde | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 |
| (Fondo ammortamento) | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 | 7.230.396,59 |
| Imm. tecniche nette | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| IMMOBILIZZAZIONI | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Crediti comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Debiti comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| CAPITALE INVESTITO NETTO | 0,00 | 0,0 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| | | | | | | | |
| Linea di credito | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Debiti v/banche | | | | | | | |
| Disponibilità liquide | 3514210,088 | (4.002.946,78) | (4.516.120,30) | (5.054.952,49) | (5.620.726,30) | (6.214.788,80) | (6.838.554,42) |
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA V/TERZI | 3.514.210,09 | (4.002.946,78) | (4.516.120,30) | (5.054.952,49) | (5.620.726,30) | (6.214.788,80) | (6.838.554,42) |
| | | | | | | | |
| Capitale sociale | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 | 1.162.028,00 |
| Altre riserve (Contributo pubblico) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Risultati riportati a nuovo | (1.828.617,18) | (2.294.080,69) | 2.782.817,38 | 3.295.990,90 | 3.834.823,09 | 4.400.596,90 | 4.994.659,40 |
| Risultato netto post-dividendi e ris. | 465.463,51 | 488.736,69 | 513.173,52 | 538.832,19 | 565.773,81 | 594.062,50 | 623.765,62 |
| Riserva legale | 58.101,40 | 58.101,40 | 58.101,40 | 58.101,40 | 58.101,40 | 58.101,40 | 58.101,40 |
| PATRIMONIO NETTO | 3.514.210,09 | 4.002.946,78 | 4.516.120,30 | 5.054.952,49 | 5.620.726,30 | 6.214.788,80 | 6.838.554,42 |
| | | | | | | | |
| TOTALE FONTI | 0,0 | 0,0 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Tab. 4.8.1 Cash flow statement

| CASH FLOW STATEMENT | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| VALORE DELLA PRODUZIONE | 0,00 | 0,00 | 1.681.040,52 | 1.744.434,75 | 1.810.998,19 | 1.880.889,80 |
| COSTI OPERATIVI | 0,00 | 0,00 | 661500 | 694575 | 729303,75 | 765768,94 |
| MOL | 0,00 | 0,00 | 1.019.540,52 | 1.049.859,75 | 1.081.694,44 | 1.115.120,86 |
| Amm. Tecnici | | | (723.039,659) | (723.039,659) | (723.039,659) | (723.039,659) |
| Amm. Consulenze | | | (232.405,6) | (232.405,6) | (232.405,6) | (232.405,6) |
| RISULTATO OPERATIVO | 0,00 | 0,00 | 64.095,26 | 94.414,49 | 126.249,18 | 159.675,60 |
| Crediti comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Debiti comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| VARIAZIONE CCN | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Variaz. Imm. Imm. | (498.012,00) | (664.016,00) | 232.405,60 | 232.405,60 | 232.405,60 | 232.405,60 |
| Variaz. Imm. Tecn. Lorde | (3.098.741,40) | (4.131.655,19) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Amm. Tecnici | 0,00 | 0,00 | 723.039,66 | 723.039,66 | 723.039,66 | 723.039,66 |
| VARIAZ. ATTIVITA' IMMOB. | (3.596.753,40) | (4.795.671,19) | 955.445,26 | 955.445,26 | 955.445,26 | 955.445,26 |
| Imposte | 0,00 | 0,00 | (24.981,50) | (8.122,17) | (9.153,91) | (26.867,71) |
| OPERATING FREE CASH FLOW | (3.596.753,40) | (4.795.671,19) | 994.559,02 | 1.041.737,58 | 1.072.540,53 | 1.088.253,15 |
| Linea di credito | 1.328.032,03 | 1.770.709,37 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Rimborso linea di credito | 0,00 | 0,00 | (619.748,28) | (619.748,28) | (619.748,28) | (619.748,28) |
| Interessi passivi linea di credito | 0,00 | 0,00 | (154.937,07) | (123.949,66) | (92.962,24) | (61.974,83) |
| Variaz. Patrimonio Netto | 2.268.721,37 | 3.024.961,82 | (413.166,00) | (413.166,00) | (413.166,00) | (413.166,00) |
| Dividendi | 0,00 | 0,00 | (0,00) | (0,00) | (0,00) | (0,00) |
| Free cash flow post componente fin.ria a medio termine | 0,00 | 0,00 | (193.292,33) | (115.126,36) | (53.335,99) | (6.635,96) |
| Pos. Fin. Netta v/terzi iniziale a breve | 0,00 | 0,00 | 0,00 | (193.292,33) | (308.418,69) | (361.754,68) |
| Pos. Fin. Netta v/terzi finale a breve | 0,00 | 0,00 | (193.292,33) | (308.418,69) | (361.754,68) | (368.390,65) |

Tab. 4.8.2 Cash flow statement

| CASH FLOW STATEMENT | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| VALORE DELLA PRODUZIONE | 1.954.275,99 | 2.031.331,49 | 2.112.239,76 | 2.197.193,45 | 2.286.394,82 | 2.380.056,26 | 2.065.234,77 |
| COSTI OPERATIVI | 804057,39 | 844260,26 | 886473,27 | 930796,93 | 977336,78 | 1026203,62 | 1077513,8 |
| MOL | 1.150.218,60 | 1.187.071,23 | 1.225.766,49 | 1.266.396,52 | 1.309.058,04 | 1.353.852,64 | 987.720,97 |
| Amm. Tecnici | (723.039,659) | (723.039,659) | (723.039,659) | (723.039,659) | (723.039,659) | | 0,00 |
| Amm. Consulenze | (232.405,6) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| RISULTATO OPERATIVO | 194.773,34 | 464.031,57 | 502.726,83 | 543.356,86 | 586.018,38 | 1.353.852,64 | 987.720,97 |
| Crediti comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Debiti comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| VARIAZIONE CCN | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Variaz. Imm. Imm. | 232.405,60 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Variaz. Imm. Tecn. Lorde | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Amm. Tecnici | 723.039,66 | 723.039,66 | 723.039,66 | 723.039,66 | 723.039,66 | 0,00 | 0,00 |
| VARIAZ. ATTIVITA' IMMOB. | 955.445,26 | 723.039,66 | 723.039,66 | 723.039,66 | 723.039,66 | 0,00 | 0,00 |
| Imposte | (45.041,13) | (127.608,68) | (138.249,88) | (149.423,14) | (161.155,05) | (173.473,57) | (271.623,27) |
| OPERATING FREE CASH FLOW | 1.105.177,47 | 1.059.462,55 | 1.087.516,61 | 1.116.973,38 | 1.147.902,99 | 1.180.379,07 | 716.097,71 |
| Linea di credito | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Rimborso linea di credito | (619.748,28) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Interessi passivi linea di credito | (30.987,41) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Variaz. Patrimonio Netto | (413.166,00) | (413.166,00) | (413.166,00) | (413.166,00) | (413.166,00) | (413.166,00) | 0,00 |
| Dividendi | (28.333,22) | (47.497,92) | (134.569,15) | (145.790,78) | (157.573,49) | (169.945,33) | (182.935,77) |
| Free cash flow post componente fin.ria a medio termine | 12.942,55 | 598.798,63 | 539.781,46 | 558.016,60 | 577.163,50 | 597.267,74 | 533.161,94 |
| Pos. Fin. Netta v/terzi iniziale a breve | (368.390,65) | (355.448,10) | 243.350,53 | 783.131,99 | 1.341.148,59 | 1.918.312,09 | 2.515.584,64 |
| Pos. Fin. Netta v/terzi finale a breve | (355.448,10) | 243.350,53 | 783.131,99 | 1.341.148,59 | 1.918.312,09 | 2.515.584,64 | 3.048.746,58 |

Tab. 4.8.3 Cash flow statement

| CASH FLOW STATEMENT | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| VALORE DELLA PRODUZIONE | 2.168.496,51 | 2.276.921,34 | 2.390.767,41 | 2.510.305,78 | 2.635.821,07 | 2.767.612,12 | 2.905.992,72 |
| COSTI OPERATIVI | 1131389,49 | 1187958,96 | 1247356,91 | 1309724,76 | 1375210,99 | 1443971,54 | 1516170,12 |
| MOL | 1.037.107,02 | 1.088.962,38 | 1.143.410,50 | 1.200.581,02 | 1.260.610,08 | 1.323.640,58 | 1.389.822,60 |
| Amm. Tecnici | (0,000) | (0,000) | (0,000) | (0,000) | (0,000) | (0,000) | 0,00 |
| Amm. Consulenze | (0,0) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| RISULTATO OPERATIVO | 1.037.107,02 | 1.088.962,38 | 1.143.410,50 | 1.200.581,02 | 1.260.610,08 | 1.323.640,58 | 1.389.822,60 |
| Crediti comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Debiti comm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| VARIAZIONE CCN | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Variaz. Imm. Imm. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Variaz. Imm. Tecn. Lorde | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Amm. Tecnici | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| VARIAZ. ATTIVITA' IMMOB. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Imposte | (285.204,43) | (299.464,65) | (314.437,89) | (330.159,78) | (346.667,77) | (364.001,16) | (382.201,22) |
| OPERATING FREE CASH FLOW | 751.902,59 | 789.497,73 | 828.972,61 | 870.421,24 | 913.942,30 | 959.639,42 | 1.007.621,39 |
| Linea di credito | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Rimborso linea di credito | (0,00) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Interessi passivi linea di credito | (0,00) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Variaz. Patrimonio Netto | | | | | | | |
| Dividendi | (286.439,08) | (300.761,04) | (315.799,09) | (331.589,04) | (348.168,49) | (365.576,92) | (383.855,77) |
| Free cash flow post componente fin.ria a medio termine | 465.463,51 | 488.736,69 | 513.173,52 | 538.832,19 | 565.773,81 | 594.062,50 | 623.765,62 |
| Pos. Fin. Netta v/terzi iniziale a breve | 3.048.746,58 | 3.514.210,09 | 4.002.946,78 | 4.516.120,30 | 5.054.952,49 | 5.620.726,30 | 6.214.788,80 |
| Pos. Fin. Netta v/terzi finale a breve | 3.514.210,09 | 4.002.946,78 | 4.516.120,30 | 5.054.952,49 | 5.620.726,30 | 6.214.788,80 | 6.838.554,42 |

4.3 Valutazioni finali

Dopo aver redatto il piano economico finanziario e stimato i flussi di cassa generati dal progetto è possibile calcolare una serie di indici per valutare la convenienza economica e la fattibilità finanziaria dell'iniziativa. Dal **grafico 4.1** si nota come la dinamica dei flussi di cassa operativi previsti presenti l'andamento caratteristico di una qualsiasi operazione di investimento. Si evince, inoltre, che il payback period¹³⁵ viene raggiunto dopo 9 anni (nel 2020).

Tab. 4.9 Operating Free Cash Flow

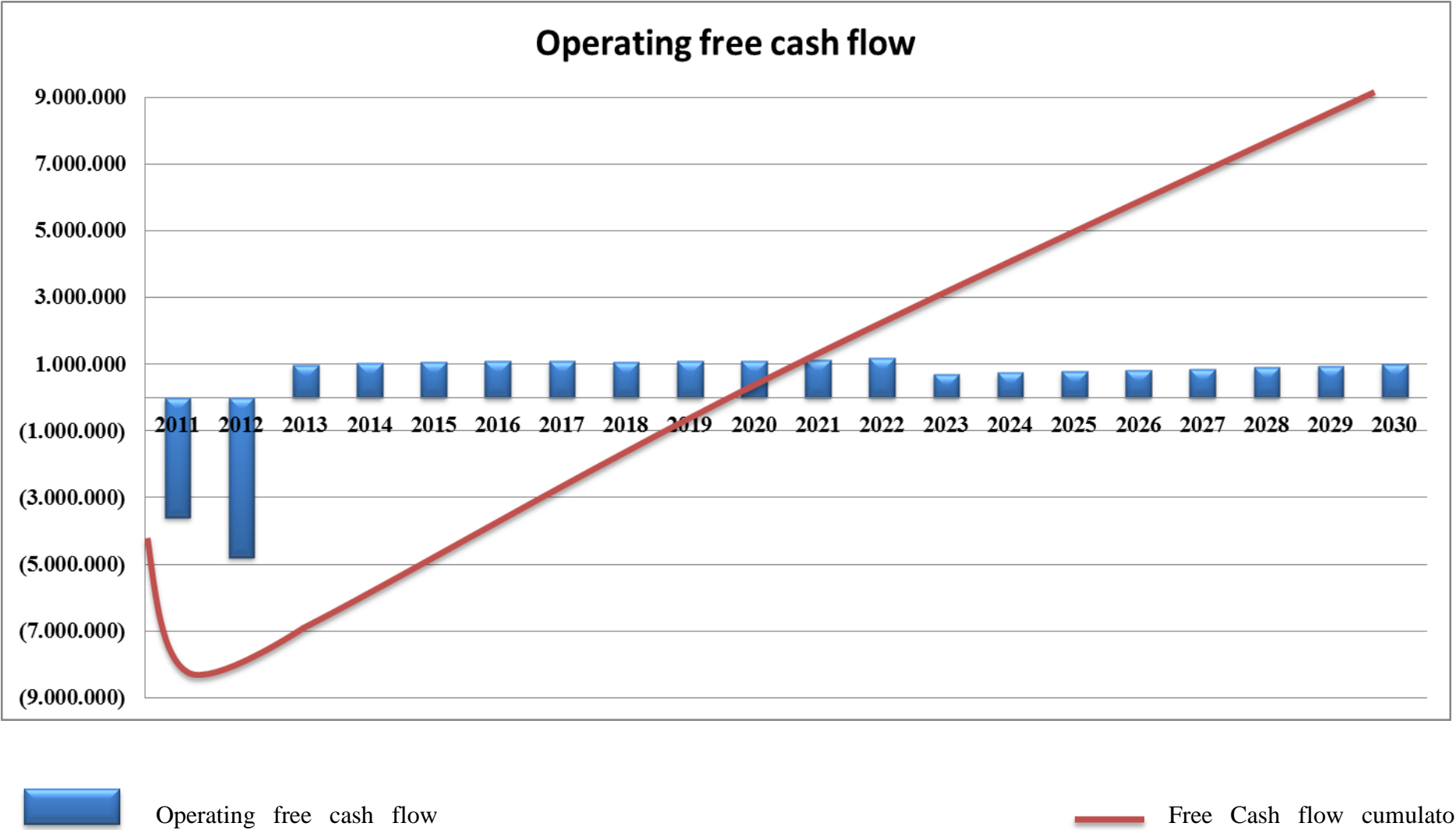
| <i>Operating free cash flow</i> | | | | | |
|---------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| (3.596.753,40) | (4.795.671,19) | 994.559,02 | 1.041.737,58 | 1.072.540,53 | 1.088.253,15 |
| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 1.150.177,47 | 1.059.462,55 | 1.087.516,61 | 1.116.973,38 | 1.147.902,99 | 1.180.379,07 |
| 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| 716.097,71 | 751.902,59 | 789.497,73 | 828.972,61 | 870.421,24 | 913.942,30 |
| 2029 | 2030 | | | | |
| 959.639,42 | 1.007.621,39 | | | | |

Tab. 4.10 Free cash flow cumulato

| <i>Free cash flow cumulato</i> | | | | | |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| (3.596.753,40) | (8.392.424,59) | (7.397.865,57) | (6.356.127,99) | (5.283.587,46) | (4.195.334,31) |
| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| (3.045.156,84) | (1.985.694,29) | (898.177,68) | 218.795,7 | 1.366.698,69 | 2.547.077,86 |
| 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| 3.263.175,47 | 4.015.078,06 | 4.804.575,79 | 5.674.997,03 | 6.545.418,27 | 7.459.360,57 |
| 2029 | 2030 | | | | |
| 8.418.999,99 | 9.426.621,38 | | | | |

¹³⁵ Il pay-back di un progetto indica in quanto tempo i flussi di cassa positivi generati dal progetto sono in grado di coprire quelli negativi.

Graf. 4.1 Operating free cash flow



Oltre al pay-back un altro indicatore, che viene utilizzato per esaminare la capacità economica dell'iniziativa, è rappresentato dal VAN¹³⁶.

Ai fini della determinazione del VAN di progetto è stato stimato il costo medio ponderato del capitale (WACC), prendendo a riferimento la struttura finanziaria dell'anno 2013 (WACC = 4,97%) e la struttura finanziaria media nel periodo 2013-2020 (WACC = 5,78%) ed adottando, prudenzialmente, come tasso di attualizzazione dei flussi, il valore più elevato tra i due (5,78%).

Il WACC è uguale a:

$$K = K_{(e)} \cdot \frac{E}{E + D} + K_{(d)} \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{E + D}$$

In cui abbiamo:

$K_{(e)}$ = *costo del capitale proprio*

E = *Patrimonio netto*

D = *Indebitamento finanziario netto*

$E + D$ = *capitale investito*

t^{137} = *aliquota fiscale*

$K_{(d)}$ = *costo del debito*

E dove:

$$K_{(e)} = R_f^{138} + (R_m - R_f)^{139} \cdot \beta^{140}$$

$$K_{(d)} = \text{Return on debt} = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Indebitamento finanziario lordo}}$$

¹³⁶ Il VAN prende in considerazione contemporaneamente i flussi di cassa e il loro valore finanziario con il passare del tempo. Un progetto risulta essere accettabile solo se presenta un VAN positivo ovvero, solo se genera dei ritorni superiori alle risorse impiegate.

¹³⁷ L'aliquota fiscale è stata posta pari a 31,4%. Fonte: http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_tax_rates.

¹³⁸ Il rendimento risk free, ovvero il rendimento di un'attività priva di rischio, è stato ricavato utilizzando il tasso decennale dei Btp che al 18/09/2013 era pari a 4,4%.

¹³⁹ $R_m - R_f$ rappresenta il premio per il rischio, ovvero la differenza tra il rendimento atteso del mercato e il rendimento di un'attività priva di rischio. Il premio per il rischio è stato posto pari a 1,75%. Fonte: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

¹⁴⁰ Rappresenta il rischio sistematico di una determinata impresa. Tale coefficiente indica di quanto varia il titolo rispetto alla variazione del rendimento generale di mercato. È stato ipotizzato pari a 1.

Segue:

$$WACC_{2013} = 4,97\%$$

$$WACC_{2013/2020} = 5,78\%$$

Essendo il VAN pari a:

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{FCO_t}{(1+r)^t}$$

il progetto presenta un Valore Attuale Netto pari a: € 2.196.445,06. Ciò significa che l'investimento è in grado di generare ritorni superiori alle risorse impiegate.

Dopo aver calcolato il VAN è possibile calcolare un altro indicatore in grado di valutare la convenienza economica dell'iniziativa: il Tasso Interno di Rendimento.

Il TIR coincide con il tasso che rende nullo il valore attuale netto dei flussi di cassa generati dal progetto ($VAN = 0$) ed esprime il tasso di rendimento che caratterizza il progetto. Per effettuare delle considerazioni su tale indicatore bisogna prendere in considerazione un tasso soglia ovvero, il costo medio ponderato del capitale. Se il TIR è maggiore del WACC vuol dire che il tasso trovato è maggiore del tasso minimo di rendimento richiesto dall'investitore e pertanto l'iniziativa risulta essere remunerativa.

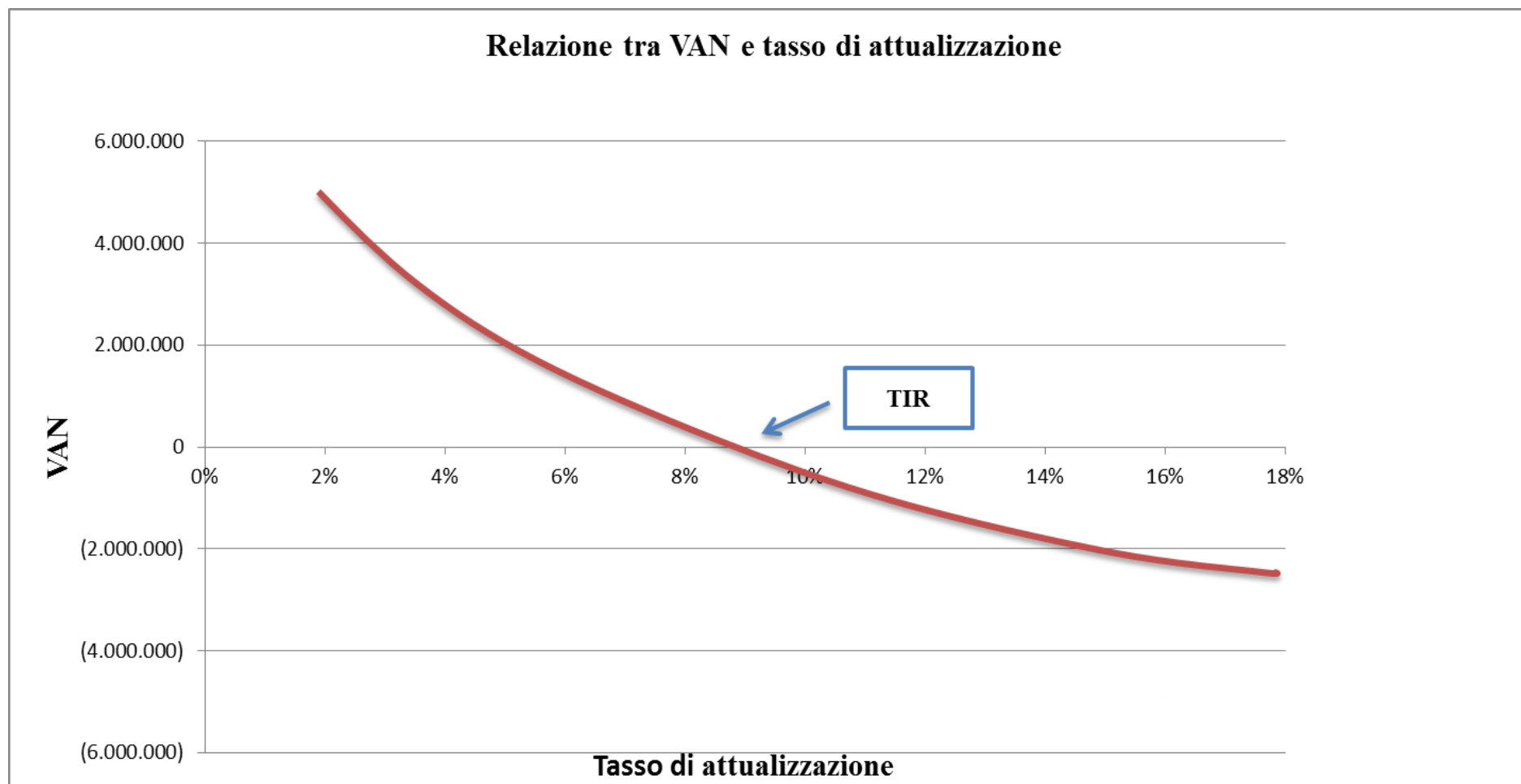
Essendo il TIR pari a:

$$\sum_{t=0}^n \frac{FCO_t}{(1+TIR)^t} = 0$$

il progetto presenta un tasso interno di rendimento pari a 9,27%, e ciò evidenzia come il rendimento atteso sia più che soddisfacente; esso, infatti, è superiore al costo medio ponderato del capitale ($WACC = 5,78\%$).

Il **grafico 4.2** mostra la relazione tra VAN e TIR. Il progetto in esame si colloca sul ramo positivo della curva, l'iniziativa, quindi, è da ritenersi accettabile.

Graf. 4.2 Relazione tra VAN e tasso di attualizzazione



Per quanto riguarda, invece, l'analisi del servizio del debito, questa è stata effettuata utilizzando l'indice DSCR (Debt Service Cover Ratio) e l'indice LLCR (Loan Life Cover Ratio) per il periodo 2013-2017. Il servizio del debito si riferisce al finanziamento erogato dalla Banca Omega alla società di progetto.

Tab. 4.11 Analisi del servizio del debito (DSCR)

| <i>Analisi del servizio del debito(DSCR)</i> | <i>2013</i> | <i>2014</i> | <i>2015</i> | <i>2016</i> | <i>2017</i> |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Operating Free Cash Flow</i> | 994.559,02 | 1.041.737,58 | 1.072.540,53 | 1.088.253,15 | 1.105.177,47 |
| <i>Linea di credito</i> | 2478993,12 | 1859244,84 | 1239496,56 | 619748,28 | 0,00 |
| <i>Quota interessi</i> | (154.937,07) | (123.949,66) | (92.962,24) | (61.974,83) | (30.987,41) |
| <i>Quota capitale</i> | (619.748,28) | (619.748,28) | (619.748,28) | (619.748,28) | (619.748,28) |
| <i>Rata rimborso</i> | (774.685,35) | (743.697,94) | (712.710,52) | (681.723,11) | (650.735,69) |
| <i>DSCR annuale</i> | <i>1,30%</i> | <i>1,40%</i> | <i>1,50%</i> | <i>1,61%</i> | <i>1,71%</i> |
| <i>DSCR minimo</i> | <i>1,30%</i> | | | | |
| <i>DSCR medio</i> | <i>1,50%</i> | | | | |

È possibile notare come, sia il valore medio (ADSCR = 1,50%), che il valore minimo dell'indice (MDSCR = 1,30%) sono superiori all'unità e rispettano i valori minimi solitamente richiesti dalle banche (valori compresi tra 1,3 e 1,4 per l'ADSCR e a valori tra 1,2 e 1,3 per il MDSCR).

Tab. 4.12 Analisi del servizio del debito (LLCR)

| Analisi del servizio del debito (LLCR) | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Operating Free Cash Flow</i> | | 994.559,02 | 1.041.737,58 | 1.072.540,53 | 1.088.253,15 | 1.105.177,47 |
| WACC | 5,78% | | | | | |
| $FCO_t / [(1+WACC)^t]$ | | 940.214,62 | 931.003,27 | 906.156,11 | 869.191,92 | 834.476,69 |
| <i>Linea di credito</i> | | 2.478.993,12 | 1.859.244,84 | 1.239.496,56 | 619.748,28 | 0,00 |
| LLCR annuale | | 1,81 | 1,90 | 2,11 | 2,75 | |

Ogni anno, la copertura del debito residuo viene adeguatamente garantita dai flussi di cassa del progetto attualizzati allo stesso anno di valutazione. I valori individuati, infatti, si attestano su valori superiori a 1,3, livello minimo che, nella prassi, viene ritenuto accettabile dalle banche.

Alla luce dell'analisi finora svolta è possibile affermare che il progetto promosso dall'A.O. e realizzato dalla società Delta risulta essere economicamente conveniente e al tempo stesso bancabile ovvero, meritevole di credito.

CONCLUSIONI

Alla luce di quanto illustrato è possibile trarre alcune conclusioni. In primis emerge l'esigenza di rilanciare gli investimenti infrastrutturali sulla base di strumenti di finanziamento diversi rispetto al passato. Per ridurre il gap infrastrutturale fra l'Italia e gli altri Paesi europei, il passaggio dalla finanza d'impresa alla finanza di progetto rappresenta una condizione essenziale.

La crescente domanda d'investimenti, al tempo stesso, si scontra con il vincolo rappresentato dalla ridotta capacità finanziaria del settore pubblico, che nel nostro Paese è particolarmente evidente. Una soluzione a tale problema è rappresentata dal coinvolgimento di capitali privati nel finanziamento di opere pubbliche.

La maggiore complessità dello strumento analizzato rispetto alle tecniche di finanziamento tradizionali, unita ad un aumento dei costi necessari per presentare una proposta d'intervento e legati soprattutto all'esigenza di coinvolgere professionalità altamente qualificate rappresentano, però, delle problematiche che possono ostacolare il coinvolgimento di capitali privati nella realizzazione di opere pubbliche.

Per rimuovere tali ostacoli bisogna effettuare una scrupolosa analisi dell'iniziativa al fine di verificare la fattibilità economica del progetto ovvero, verificare se il livello atteso dei cash flow è in grado di ripagare il servizio del debito e al tempo stesso generare utili, di creare una efficace e meticolosa struttura contrattuale che tuteli gli interessi di tutti i soggetti coinvolti in un'operazione di project financing.

Nel nostro Paese, inoltre, viene a mancare una cultura di progetto da parte della Pubblica Amministrazione, dei manager e degli intermediari finanziari. Il project financing, infatti, non è una semplice tecnica di finanziamento ma un'impostazione

culturale, una precisa scelta politica che richiede una cooperazione professionale tra i diversi soggetti coinvolti.

La Pubblica Amministrazione è chiamata, quindi, a modificare il proprio ruolo da soggetto erogatore di risorse a soggetto regolatore di risorse, da proprietario di beni ad acquirente di servizi. Solo in questo modo sarà in grado di offrire il miglior rapporto tra qualità, prezzo e tempo, e sarà sollevata dagli oneri e dai rischi legati alla costruzione e gestione dell'opera.

BIBLIOGRAFIA

Arona A., *Project financing, gare rigide*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2000.

Carapella B., *Il project financing: un percorso per la Pubblica Amministrazione*, Milano, Franco Angeli, 2001.

Cataldo M., *Guida al Project Financing*, Roma, Orbiter, 1995.

Corradoni R., *Manuale di finanza d'impresa*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1999.

Dalocchio M., *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Milano, EGEA, 1995.

Damodaran A., *Manuale per la valutazione finanziaria*, Milano, Mc Graw-Hill, 1996.

Forestieri G., *Corporate and Investment Bankig*, Milano, EGEA, 2000.

Gatti S., *Manuale del project financing*, Roma, Bancaria Ed, 1999.

Imperatori G., *Il project financing*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1995.

Kleckner M.E., *Il project financing e il diritto italiano*, in W. Ternau (a cura di), *Project Financing*, Angeli, 1996.

Lettieri M., *Il project financing*, Roma, Aracne, 2009.

Maino R., *Banche e project finance in Italia: un'alleanza per le infrastrutture*, in *Bancaria* n°1/1997.

Mazzalovo G., Papa F. C., *Finanza Aziendale*, Milano, EGEA, 1998.

Monti E., *Manuale di finanza per l'impresa*, Torino, Utet, 1998.

Monti E., Messina C., *La finanza per l'impresa*, Torino, Utet, 1995

Nevitt P. K., *Il project financing*, London, Euromoney , 2005.

Pavone W., *L'asseverazione e il modello economico finanziario*, Relazione presentata al Secondo Forum Edilizia e Territorio, Roma maggio 2004.

Salvato C., *Le operazioni di project financing: lineamenti normativi e operativi dei rapporti. Soggetti. Ruoli*, Milano, EGEA, 2007.

Sambri S.M., *Project financing. La finanza di progetto per la realizzazione di opera pubbliche*, CEDAM, 2012

Tamarowski C., *Project financing e opere pubbliche in Italia*, Milano, EGEA, 2001.

VeloD., *Il finanziamento degli enti locali nell'unione economico-monetaria europea*, Milano, Giuffrè, 1994.

Zucchella A., *Progetti di investimento ed innovazione strategica, organizzativa e finanziaria*, Milano, Giuffrè, 1997.